

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
«УЛЬЯНОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Н.В. ШИРЯЕВА, А.В. ПОСТРЕЛОВА

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ

Учебное пособие
для студентов специальности 08010565 «Финансы и кредит»
и направления 080100.62 «Экономика»

Ульяновск
УлГТУ
2012

УДК 338.322 (075)
ББК 65.9 (2Рос)-56я7
Ш 64

Рецензенты:

Канд. экон. наук, доцент кафедры «Финансы и кредит» УГСХА им. П.А. Столыпина Маркелова С.В.

Д-р экон. наук, зав. кафедрой «Статистика и организация предприятий АПК» им. П.А. Столыпина Дозорова Т.А.

*Утверждено редакционно-издательским советом университета
в качестве учебного пособия*

Ширяева, Н.В.

Ш 64 Инвестиционные стратегии : учебное пособие для студентов специальности 08010565 «Финансы и кредит» и направления 080100.62 «Экономика»/ Н. В. Ширяева, А. В. Пострелова. – Ульяновск : УлГТУ, 2012. – 138 с.

ISBN 978-5-9795-1090-3

Разработано в соответствии с государственными образовательными стандартами и рабочими программами по дисциплине «Инвестиционные стратегии». Раскрыта тематика лекционного материала, приведены задания для практических занятий и самостоятельной работы, представлена рекомендуемая литература и контрольные вопросы по дисциплине.

Учебное пособие предназначено для студентов экономико-математического факультета.

Работа подготовлена на кафедре «Финансы и кредит».

**УДК 338.322 (075)
ББК 65.9 (2Рос)-56я7**

ISBN 978-5-9795-1090-3

© Ширяева Н. В., Пострелова А. В., 2012
© Оформление. УлГТУ, 2012

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	4
Тема 1. Сущность и значение инвестиционной стратегии	5
Тема 2. Роль инвестиционной стратегии в инвестиционной макроэкономической политике	12
Тема 3. Инвестиционная стратегия на современном этапе экономического развития России	26
Тема 4. Типология видов инвестиционных стратегий	57
Тема 5. Формирование стратегических целей инвестиционной деятельности	61
Тема 6. Формирование стратегических форм и направлений инвестиционной деятельности	70
Тема 7. Стратегические направления формирования инвестиционных ресурсов	79
Тема 8. Формирование инвестиционной политики предприятия в рамках инвестиционной стратегии	85
Тема 9. Инвестиционное планирование	90
Тема 10. Оценка эффективности инвестиционной стратегии	95
Практические задания	105
Заключение	133
Перечень рекомендуемой литературы.....	135
Перечень контрольных вопросов.....	136

ВВЕДЕНИЕ

Основным условием роста и развития отечественной экономики считается инвестиционная деятельность, организация которой невозможна без разработки долгосрочных, имеющих стратегическое значение программ на всех уровнях управления экономикой. В сложившихся условиях проблема стратегического планирования инвестиций является предметом пристального внимания российских экономистов.

В данном учебном пособии предпринята попытка исследовать совокупность вопросов стратегического планирования инвестиций, от правильного решения которых зависит конечный результат инвестиционной деятельности в Российской Федерации. На основании анализа зарубежного и отечественного опыта стратегического инвестирования в пособии определена совокупность стратегических инвестиционных решений экономических отраслей, приведена классификация стратегий, дано описание условий и направления формирования инвестиционной стратегии, определена необходимость изучения процесса формирования инвестиционных ресурсов, инвестиционного планирования, дано описание факторов, которые формируют данные решения и обеспечивают эффективность инвестиционной стратегии.

Учебное пособие предназначено для студентов, обучающихся по специальности «Финансы и кредит», и бакалавров, обучающихся по направлению «Экономика». Может быть использовано как практическое пособие работниками экономических служб предприятий, осуществляющими планирование инвестиционной деятельности и управление инвестиционными программами.

ТЕМА 1 Сущность и значение инвестиционной стратегии

1. *Понятие инвестиционной стратегии*
2. *Роль и значение инвестиционной стратегии в развитии предприятия*
3. *Взаимосвязь инвестиционной стратегии с другими элементами стратегического выбора предприятия*

-1-

Чтобы определить оптимальные направления вложений капитала и выявить наиболее эффективные способы его использования в течение достаточно длительного периода со стабильной отдачей, необходима разработка стратегии инвестирования и успешная ее реализация.

Стратегия — это искусство планирования руководства, основанного на правильных долгосрочных прогнозах. При этом выделяют приоритетные задачи и направления развития различных форм деятельности и разработки механизма их осуществления. Стратегией финансового управления называют систему решений и намеченных направлений деятельности, рассчитанных на долгосрочную перспективу и предусматривающих достижение поставленных целей и финансовых задач по обеспечению оптимальной и стабильной работы хозяйственной структуры исходя из сложившейся действительности и планируемых результатов.

Для успешной реализации стратегии необходимо стратегическое управление. *Стратегическое управление* — это вид деятельности по управлению, состоящий в реализации наиболее важных качественно определенных направлений развития через осуществление изменений в организации; обеспечение оптимального взаимодействия организации с ее окружением.

Стратегию реализуют выполнением тактических операций.

Тактикой финансового управления называют совокупность приемов и форм предпринимательской деятельности, направленных на достижение того или иного этапа финансовой стратегии, употребляемых в соответствии с конкретными ситуациями, возникающими при реализации стратегии. Общее требование, предъявляемое к тактике, — способствовать развитию стратегии, а не препятствовать ей, не дискредитиро-

вать ее. Иначе говоря, финансовая тактика — это текущие оперативные действия предпринимателя, подчиненные стратегическим целям и задачам финансового управления.

Инвестиционная стратегия — система долгосрочных целей инвестиционной деятельности предприятия, определяемых общими задачами его развития и инвестиционной идеологией, а также выбор наиболее эффективных путей их достижения.

Инвестиционная стратегия является эффективным инструментом перспективного управления инвестиционной деятельностью предприятия, представляет собой концепцию ее развития и в качестве генерального плана осуществления инвестиционной деятельности предприятия определяет:

- приоритеты направлений инвестиционной деятельности;
- формы инвестиционной деятельности;
- характер формирования инвестиционных ресурсов предприятия;
- последовательность этапов реализации долгосрочных инвестиционных целей предприятия;
- границы возможной инвестиционной активности предприятия по направлениям и формам его инвестиционной деятельности;
- систему формализованных критериев, по которым предприятие моделирует, реализует и оценивает свою инвестиционную деятельность.

Выявление и обоснование решений, выбор альтернатив для определения и оценки стратегии проводят на основе стратегического анализа инвестиционной деятельности.

Стратегический анализ — направление анализа, основанное на реализации системного и ситуационного подходов при изучении различных факторов, влияющих на процесс стратегического управления.

Ситуационный подход в управлении — это моментное, разовое принятие решений, вызванное возникающими потребностями, изменениями внутренних или внешних условий, требующих адекватного реагирования со стороны руководства.

В отличие от ситуационного *системный подход* предполагает управление организацией как единую совокупность взаимосвязанных, взаимодействующих элементов. Системный подход осуществляют на основе *системного* (систематического) *анализа*, в котором изучают

операции, протекающие по вероятному сценарию; при этом вырабатывается и используется соответствующая система рекомендаций, предлагается систематическое следование определенному набору этапов.

Процесс разработки инвестиционной стратегии является важнейшей составной частью общей системы стратегического выбора предприятия и включает:

- постановку целей инвестиционной стратегии;
- оптимизацию структуры формируемых инвестиционных ресурсов и их распределения;
- выработку инвестиционной политики по наиболее важным аспектам инвестиционной деятельности;
- поддержание взаимоотношений с внешней инвестиционной средой.

Необходимость разработки инвестиционной стратегии предприятия определяется изменениями условий внешней и внутренней среды. Эффективно управлять инвестициями возможно только при наличии инвестиционной стратегии, адаптированной к возможным изменениям факторов внешней инвестиционной среды, иначе инвестиционные решения отдельных подразделений предприятия могут противоречить друг другу, что будет снижать эффективность инвестиционной деятельности.

Изменение факторов внутренней среды предприятия может быть связано с кардинальными изменениями целей его операционной деятельности или с предстоящими изменениями в стадии жизненного цикла. Открывающиеся новые коммерческие возможности меняют цели операционной деятельности предприятия. В этом случае разработанная инвестиционная стратегия обеспечивает прогнозируемый характер возрастания инвестиционной активности предприятия и диверсификации его инвестиционной деятельности.

Поскольку каждой стадии жизненного цикла предприятия присущи характерные ей уровень инвестиционной активности, направления и формы инвестиционной деятельности, особенности формирования инвестиционных ресурсов, инвестиционная стратегия позволяет адаптировать инвестиционную деятельность предприятия к изменениям его экономического развития.

Процесс разработки инвестиционной стратегии требует выделения объектов стратегического управления предприятия. К таким объектам относится инвестиционная деятельность:

- предприятия в целом;
- стратегической зоны хозяйствования;
- стратегического центра.

Стратегическая зона хозяйствования представляет собой самостоятельный хозяйственный сегмент в рамках предприятия, осуществляющий свою деятельность в ряде смежных отраслей, объединенных общим спросом или общностью используемого сырья, технологий.

Стратегический инвестиционный центр — самостоятельная структурная единица предприятия, специализирующаяся на выполнении отдельных функций или направлений инвестиционной деятельности и обеспечивающая эффективную хозяйственную деятельность отдельных стратегических зон хозяйствования.

-2-

В современных условиях хозяйствования инвестиционная стратегия становится одним из определяющих факторов успешного и эффективного развития предприятия. Разработанная инвестиционная стратегия:

- обеспечивает механизм реализации долгосрочных общих и инвестиционных целей предстоящего экономического и социального развития предприятия;
- позволяет реально оценить инвестиционные возможности предприятия;
- позволяет максимально использовать инвестиционный потенциал и активно маневрировать инвестиционными ресурсами;
- обеспечивает возможность быстрой реализации новых перспективных инвестиционных возможностей, которые неизбежно возникают в процессе изменений факторов внешней рыночной инвестиционной среды;
- позволяет прогнозировать возможные варианты развития внешней инвестиционной среды и уменьшить влияние негативных факторов на деятельность предприятия;

- обеспечивает четкую взаимосвязь стратегического, тактического (текущего) и оперативного управления инвестиционной деятельностью предприятия;
- отражает преимущества предприятия в конкурентном окружении;
- определяет соответствующую политику инвестиционной деятельности в рамках реализации наиболее важных стратегических инвестиционных решений.

Внутри инвестиционной стратегии формируется значение основных критериальных оценок выбора реальных инвестиционных проектов и финансовых инструментов инвестирования. Разработанная инвестиционная стратегия является одной из базисных предпосылок стратегических изменений общей организационной структуры управления предприятием и его организационной культуры.

-3-

Процесс разработки инвестиционной стратегии является важнейшей составной частью общей системы стратегического выбора предприятия, основными элементами которого являются миссия, общие стратегические цели развития, система функциональных стратегий в разрезе отдельных видов деятельности, способы формирования и распределения ресурсов. При этом инвестиционная стратегия находится в определенной соподчиненности с другими элементами стратегического выбора предприятия. Понимание взаимосвязи инвестиционной стратегии с другими важнейшими элементами стратегического выбора предприятия позволяет более эффективно строить процесс ее разработки.

Актуальность разработки инвестиционной стратегии предприятия определяется рядом условий.

Важнейшим из таких условий является интенсивность изменений факторов внешней инвестиционной среды: высокая динамика основных макроэкономических показателей, связанных с инвестиционной активностью предприятий, темпы технологического прогресса, частые колебания конъюнктуры инвестиционного рынка и т. д. В этих условиях отсутствие разработанной инвестиционной стратегии, адаптированной к возможным изменениям факторов внешней инвестиционной среды, может привести к тому, что инвестиционные решения отдельных струк-

турных подразделений предприятия будут носить разнонаправленный характер, приводить к возникновению противоречий и снижению эффективности инвестиционной деятельности в целом.

Одним из условий, определяющих актуальность разработки инвестиционной стратегии предприятия, является его предстоящий переход к новой стадии жизненного цикла. Каждой из стадий жизненного цикла предприятия присущи характерные ей уровень инвестиционной активности, направления и формы инвестиционной деятельности, особенности формирования инвестиционных ресурсов. Разрабатываемая инвестиционная стратегия позволяет заблаговременно адаптировать инвестиционную деятельность предприятия к предстоящим кардинальным изменениям возможностей его экономического развития.

Наконец, существенным условием, определяющим актуальность разработки инвестиционной стратегии, является кардинальное изменение целей операционной деятельности предприятия, связанное с открывающимися новыми коммерческими возможностями. Реализация таких целей требует изменения производственного ассортимента, внедрения новых производственных технологий, освоения новых рынков сбыта продукции и т. п. В этих условиях существенное возрастание инвестиционной активности предприятия и диверсификация форм его инвестиционной деятельности должны носить прогнозируемый характер, обеспечиваемый разработкой четко сформулированной инвестиционной стратегии.

Разработка инвестиционной стратегии предприятия на современном этапе базируется на методологических подходах новой концепции управления — стратегического управления. Процесс разработки инвестиционной стратегии связан с предварительным выделением объектов стратегического управления предприятием.

С позиций инвестиционного менеджмента выделяют обычно три основные группы объектов стратегического управления: инвестиционная деятельность предприятия в целом; инвестиционная деятельность стратегической зоны хозяйствования; инвестиционная деятельность стратегического инвестиционного центра.

Предприятие, как объект стратегического инвестиционного управления, представляет собой открытую комплексную систему, интегрирующую все направления и формы инвестиционной деятельности различных структурных хозяйственных его подразделений.

Стратегическая зона хозяйствования представляет собой самостоятельный хозяйственный сегмент в рамках предприятия (организации), осуществляющий свою деятельность в ряде смежных отраслей, объединенных общностью спроса, используемого сырья или производственной технологии. Инвестиционная стратегия стратегической зоны хозяйствования выступает обычно как самостоятельный (относительно автономный) блок в общей системе стратегического инвестиционного управления предприятием.

Стратегический инвестиционный центр представляет собой самостоятельную структурную единицу предприятия (организации), которая специализируется на выполнении отдельных функций или направлений инвестиционной деятельности, обеспечивающей эффективную хозяйственную деятельность отдельных стратегических зон хозяйствования и предприятия в целом.

ТЕМА 2 Роль инвестиционной стратегии в инвестиционной макроэкономической политике

- 1. Структура инвестиций на макроуровне*
- 2. Инвестиции и накопления*
- 3. Оценка источников инвестиций на макроуровне*

-1-

Инвестиционная деятельность в больших объемах осуществляется на уровне конкретных хозяйственных единиц — предприятий и организаций. Вместе с тем федеральный, региональный и муниципальный уровни управления также активно участвуют в инвестиционном процессе. Они выступают, с одной стороны, как непосредственные инвесторы в инвестиционных программах, имеющих особо важное значение для соответствующего уровня. С другой стороны, они играют роль органов, которые должны регулировать инвестиционную деятельность предприятий и организаций, обеспечивать благоприятные условия для наиболее эффективных направлений инвестиций и сдерживать не соответствующие интересам экономики и общества в целом формы проявления их инвестиционной активности.

Стратегическими целями обеих форм участия органов управления в инвестиционной деятельности следует считать следующие:

- ускорение количественного роста валового внутреннего продукта (ВВП), обеспечиваемого инвестициями, и прежде всего в основной капитал;
- повышение качественной структуры ВВП на основе таких инвестиций, которые обеспечивают научно-технический прогресс, продвижение в производство инноваций, ресурсосбережение;
- повышение производительности и качества труда;
- обеспечение в экономике равновесия между объемами инвестиционной активности и наличием ресурсов для инвестиций.

Ввиду особой важности всех этих направлений возникает необходимость объективного учета показателей инвестиционной деятельности на муниципальном и региональном уровнях, а также в целом, в масштабах всей страны.

Прежде всего инвестиции выделяются как объект учета и анализа при определении структуры ВВП на соответствующем уровне. ВВП, рассчитанный методом конечного использования, как известно, включает потребительские расходы – ПР, государственные расходы – ГР, расходы некоммерческих организаций – РНО, обслуживающих домашние хозяйства, чистый экспорт – ЭЧ как разность экспорта и импорта и валовые инвестиции – ИВ:

$$(ВВП - ПР + ГР + РНО + (Э - И) + ИВ). \quad (1)$$

Нас, естественно, прежде всего интересует последняя составляющая формулы (1) – валовые инвестиции, хотя при достаточно глубоком макроэкономическом подходе к проблеме и другие ее составляющие также представляют интерес. Валовые инвестиции как в натуральном выражении, так и по стоимости имеют достаточно сложную структуру. Выделяют следующие их виды:

- вложения, связанные с возмещением потребленных в результате текущей экономической и иной деятельности производственных фондов;

- чистые инвестиции в развитие и совершенствование всех факторов производства и общественной жизни.

Необходимо также учесть, что с точки зрения Системы национальных счетов на макроуровне в качестве валовых инвестиций (ИВ) выступают именно вложения в производственные фонды (основные и оборотные). В составе чистых инвестиций могут и должны по мере развития научно-технического прогресса во все большей степени присутствовать интеллектуальные инвестиции, которые связаны с вложением средств в лицензии, патенты, приобретение ноу-хау. Но ни тот, ни другой показатель, характеризующий величину и структуру инвестиций в экономике страны или даже региона и муниципального образования, не включает финансовых инвестиций, при которых одни экономические субъекты вкладывают средства в приобретение ценных бумаг других экономических субъектов либо депонируют эти средства для получения процентного дохода. Этот вид инвестиций рассматривается особо, как форма смены активов, принадлежащих субъектам экономики.

В то же время и использованное выше понятие «реальные инвестиции», которые могут включать затраты, связанные с осуществлением различных социальных программ (например, недавнее осуществление монетаризации льгот или повышение уровня материального вознаграждения медицинских работников в составе

национального проекта «Здравоохранение»), шире, чем понятие «валовые инвестиции», предусматривающее прямые вложения в производственные и оборотные фонды в различных сферах национальной экономики.

В грубом, но экономически допустимом приближении объем возмещения потребленных производственных фондов можно оценить через величину амортизации в составе ВВП при его исчислении двумя другими способами: производственным и распределительным. При существующем уровне организации учета в рамках общераспространенной учетной политики валовые инвестиции могут рассматриваться как сумма амортизации и чистых инвестиций. Соответственно чистые инвестиции определяются как разность валовых инвестиций и амортизации:

$$ИЧ = ИВ - А \quad (2)$$

Следует только иметь в виду, что в качестве валовых инвестиций в расчетах ВВП выступают уже осуществленные инвестиции, но действующая система учета позволяет фиксировать только начисленную амортизацию, которую, как показал российский опыт 1990-х гг., предприятия далеко не всегда используют по прямому назначению. Величина амортизации и характер ее использования определяются, с одной стороны, результатами коммерческой деятельности предприятий, в итоге которых формируется сумма амортизационных отчислений, и конкретными нуждами производства. Но, с другой стороны, здесь играют существенную роль макроэкономические условия, в которых оказываются предприятия и которые могут способствовать использованию сумм амортизации для действительного возмещения потребленных производственных фондов, а могут, наоборот, провоцировать отвлечение накапливаемого амортизационного фонда по совсем другим направлениям. Кроме того, здесь следует учесть, что сам способ начисления амортизации является одним из важных инструментов общей хозяйственной политики государства и предписывается экономическим субъектам в обязательном порядке. В зависимости же от того, насколько эффективен этот способ, определяется и уровень использования амортизации на нужды восстановления и развития производственных фондов.

При сопоставлении величин валовых инвестиций и амортизации возникает возможность определить, в какой фазе экономического цикла находится данная система. Если валовые инвестиции

оказываются меньше, чем амортизация, значит, в системе заведомо не происходит даже простого восстановления потребленных производственных фондов, и она находится в кризисной фазе своего развития. При равенстве этих двух величин можно считать, что кризис уже преодолен, но фаза экономического роста еще не наступила — система находится в состоянии стагнации. Наконец, если величина валовых инвестиций превышает амортизацию, в системе вкладываются определенные инвестиции не только в восстановление потребленных фондов, но и в их развитие, т. е. в ней имеют место и чистые инвестиции, обеспечивающие экономический рост.

Однако такого только количественного сопоставления двух этих величин явно недостаточно для оценки реальной ситуации, в которой находится данная экономическая система, и перспектив ее дальнейшего развития. Перечисленные выше цели инвестиционной стратегии остаются неизменными вне зависимости от того, в какой фазе экономического цикла находится система. Так, в фазе кризиса общий объем валовых инвестиций действительно сокращается. Но обеспечить эффективный выход из кризиса становится возможным только в том случае, если время кризиса будет использовано для решения задач структурной перестройки экономики, выхода ее на новое качество роста. Для этого требуются именно чистые инвестиции. Управление в экономической системе должно найти способы обеспечить инвестиции в новые производства и технологии, в более совершенные и производительные рабочие места, в развитие необходимой современной инфраструктуры, в том числе и за счет отказа от вложений в поддержание старых, неэффективных и неконкурентоспособных производственных фондов, а также сокращения потребительских расходов. В обыденной речи такая ситуация очень четко определяется поговоркой «туже затянуть пояс».

В других фазах экономического цикла в системе возникают большие возможности для осуществления валовых инвестиций, включающих вложения и в действующие производственные фонды за счет средств амортизации. Но в соответствии с современными тенденциями амортизационной политики государства амортизация может и должна быть источником развития и совершенствования производства, т. е. определенная часть амортизационного фонда должна играть роль чистых инвестиций. Таким образом, выполняя прямо восстановительную функцию по отношению к потребленным

производственным фондам, амортизационные отчисления также становятся фактором экономического роста.

В этом нет разногласий между различными экономическими теориями.

Но исследователей всегда интересовал вопрос, какова должна быть их величина для того, чтобы обеспечить экономический рост как устойчивый и при этом добиться в перспективе также и устойчивого роста потребления. Из теоретических моделей, посвященных этой проблеме, наиболее известными являются модели Харрод-Домара, Солоу, а также Фелпса, сформулировавшего так называемое золотое правило инвестирования. Мы не считаем необходимым останавливаться здесь на этих моделях — читатель может легко найти их описания в обширной литературе по макроэкономике, тем более что они содержат ряд существенных ограничений, не всегда соответствующих реальным экономическим ситуациям. Нас в большей степени интересует реальный опыт государств, в особенности тех, которые, выходя из кризиса или преодолевая многовековой традиционный неэффективный способ производства, обеспечивали глубокую структурную перестройку всей экономики и бурный экономический рост.

Между тем российская экономика в первый период экономических реформ с 1995 по 1999 г. демонстрировала серьезное падение инвестиционной активности, по праву названное инвестиционным кризисом. Многие хозяйственные единицы в эти годы не только не обеспечивали роста чистых инвестиций, но и суммы амортизации использовали не полностью по их прямому назначению. Соответственно, и в общефедеральных масштабах объемы валовых инвестиций были незначительными.

С 2000 г., уже в фазе роста, показатели инвестиционной активности хотя и выросли, но еще оставались далеки от показателей стран, демонстрирующих бурный экономический рост. Учитывая, что не менее 10% валовых инвестиций приходится на амортизацию производственных фондов, на долю чистых инвестиций остается пока не более 10—11% ВВП, что совершенно недостаточно для обеспечения глубокой, комплексной структурной перестройки производства.

Падение удельного веса валовых инвестиций было остановлено только в 2000 г., но и в этом, и в последующие годы экономический рост происходил за счет благоприятной внешнеэкономической

конъюнктуры на сырьевые продукты, являющиеся основным элементом российского экспорта и занимающие высокий удельный вес в российском производстве. С конца 2008 г. экономическое развитие Российской Федерации оказалось подверженным влиянию негативных последствий мирового экономического кризиса, проявившемуся в том числе и в новом падении инвестиционной деятельности субъектов экономики, и в целом в масштабе всей страны. Ее восстановление и дальнейший рост становятся одними из главных проблем управления экономикой. Но не менее, а может быть, более важной проблемой является обеспечение более эффективной структуры инвестиций, ориентированных на перестройку экономики.

Количественная оценка влияния инвестиций на экономический рост осуществляется через их мультипликатор. Прирост ВВП ($\Delta ВВП$) от одного периода к другому определяется по формуле:

$$\Delta ВВП = ВВП_1 - ВВП_0, \quad (3)$$

где $ВВП_0$, $ВВП_1$ — размер ВВП соответственно базового и расчетного периодов.

Далее прирост валовых инвестиций ($\Delta И_a$) по тем же периодам определяется следующим образом:

$$\Delta И_b = ИВ_1 - ИВ_0, \quad (4)$$

где $ИВ_0$, $ИВ_1$ — размер валовых инвестиций соответственно базового и расчетного периодов.

Тогда, приняв отношение двух этих приростов:

$$\Delta ВВП : \Delta ИВ = mИВ \quad (5)$$

как мультипликатор $ИВ$, можно использовать его для индикативной оценки будущих приростов ВВП, по крайней мере в краткосрочном периоде, когда не происходит радикальных сдвигов в производительности основных средств и технологии изготовления конечных продуктов. Тогда:

$$\Delta ВВП_2 = \Delta ВВП_1 \times mИВ. \quad (6)$$

Наряду с мультипликатором валовых инвестиций — $mИВ$ в практике используется также мультипликатор чистых инвестиций $mИЧ$, на основе которого можно определить прирост чистого внутреннего продукта — ЧВП, т. е. ВВП за минусом амортизации:

$$\Delta ЧВП_2 = \Delta ЧВП_1 \times mИЧ. \quad (7)$$

В некоторых экономических ситуациях мультипликатор инвестиций приобретает отрицательное значение. Они могут возникать в процессе структурного кризиса в экономике, когда инвестиции возрастают, а ВВП уменьшается в связи с остановкой отсталых

неконкурентоспособных производств и одновременным массивным техническим перевооружением тех производств, которые имеют возможность развиваться. Мультипликатор может принимать отрицательное значение также и в случаях, когда ВВП текущего периода по сравнению с базовым растет, а инвестиции уменьшаются. Эта ситуация представляет собой, во-первых, случай, когда рост ВВП происходит за счет внутренних резервов, но производственные фонды, получающие недостаточно инвестиций, работают на износ и стареют. Во-вторых, такой рост может быть обеспечен высокой конъюнктурой мирового рынка и существенным ростом цен на традиционные экспортные товары данной страны. Развитие производственных фондов и в этом случае происходит достаточно медленно и недостаточно эффективно. Это как раз характерно для российской экономики первых лет XXI в. Основной упор при этом делается на рост потребления, но в связи с недостаточностью инвестиций этот рост может быть только краткосрочным, что и показал экономический кризис, разразившийся в 2008 г.

Мультипликатор инвестиций является своего рода индикативным нормативом эффективности годовых инвестиций, использование которого позволяет определить некоторые ограничения в структуре и направлении инвестиций на предстоящий период, входящий в горизонт формируемой стратегии. На его основе становится возможным определить, насколько эффективно достигается одна из главных целей выработки инвестиционной стратегии: не только простое увеличение инвестиций, но и обязательно выбор наиболее эффективных направлений их приложения.

Кризис, как уже говорилось, приводит к сокращению общего объема инвестиций. Одновременно сокращается и объем ВВП, но при этом резко изменяется структура как инвестиций, так и самого ВВП. Оценка соотношения прироста объемов новых товаров и услуг в ВВП и прироста инвестиций в их создание, как и прежде, может осуществляться на основе мультипликатора.

Но естественно, этот подход требует не ограничиваться только количественными расчетами, а вести непрерывный анализ конкретных инвестиционных затрат и результатов в экономике, что является необходимым условием осуществления эффективной инвестиционной стратегии, не теряющей своего значения ни в одной из фаз экономического цикла.

Практическое осуществление инвестиций требует предварительно сконцентрировать необходимые для инвестиций ресурсы. Сами они становятся возможными только при определенном минимальном уровне этой концентрации, определяемом, естественно, масштабом и характером инвестиционной программы. Очевидно, что их объем для строительства крупной гидроэлектростанции должен быть несравненно большим, чем для создания какой-нибудь автомастерской. Концентрация ресурсов осуществляется в форме накоплений, предшествующих каждой инвестиционной программе, а на макроуровне – в форме общенациональных накоплений. Это не значит, что размер накоплений должен быть равен полной стоимости всей инвестиционной программы. В процессе ее осуществления, может быть, задолго до ее завершения, могут образовываться доходы, реинвестируемые в эту программу, т. е. она начинает развиваться в режиме самофинансирования либо получать дополнительные ресурсы, которые к тому времени будут созданы. Однако некоторый начальный размер накоплений, без которых начать программу просто невозможно, должен быть создан. В связи с этим возникает проблема оптимизации соотношения двух фондов, которыми располагает каждый уровень экономики – от предприятия до всего народного хозяйства – фонда потребления и фонда накопления. Соотношение этих двух фондов можно представить следующим образом (рис. 1).

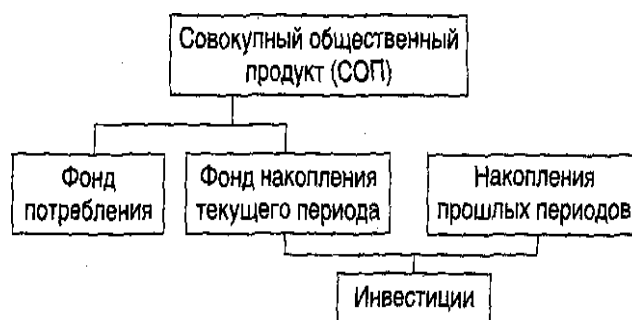


Рис. 1- Схема распределения совокупного общественного продукта

Возможность осуществления инвестиций зависит от наличия на рынке товаров инвестиционного спроса. Чем большим будет их объем, тем больший удельный вес в ВВП должны занимать эти

товары (стройматериалы, оборудование, специальные транспортные средства, металлоизделия и т. п.). Если этих товаров в текущем производстве не хватает, то инвестиции могут осуществляться только с использованием ранее накопленных запасов товаров инвестиционного спроса. Если же наоборот, этих товаров произведено больше, чем требуется для инвестиций, – избыток осядет в запасах. ВВП по своей материально-вещественной структуре должен быть таким, чтобы в нем товаров инвестиционного спроса было на величину, равную инвестициям, а товаров конечного потребительского спроса – на величину, равную общей сумме потребительских расходов.

При анализе ВВП и его структуры всегда возникает необходимость выделить материально-вещественное содержание и структуру производства, а также стоимостную оценку как ВВП в целом, так и отдельных элементов. Оба этих направления должны быть тесно взаимосвязаны.

Материально-вещественная и стоимостная структуры ВВП должны быть увязаны (рис. 2).

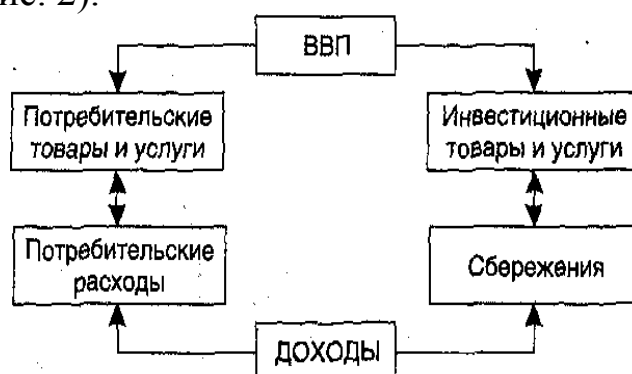


Рис. 2 - Материально-вещественная и стоимостная структуры ВВП

Таким образом, при регулировании экономики на любом, а прежде всего на государственном уровне, возникает проблема экономического равновесия. При его достижении потребительские расходы должны быть равны объему произведенных потребительских товаров и услуг, а сбережения – равны инвестициям. При отсутствии этого равновесия возможны два случая.

1. Инвестиции оказываются больше сбережений. В этом случае возникает недостаток товаров инвестиционного спроса, и общество сталкивается с необходимостью использования накопленных запасов. В краткосрочном периоде в этой ситуации имеет место тенденция к расширению производства и увеличению занятости населения. Но в

долгосрочном периоде постоянное уменьшение запасов ставит предел росту инвестиций и приводит к необходимости ограничить и инвестиции, и потребление, обеспечив как восстановление, так и требуемое дальнейшее увеличение физической массы, запасов. Кроме того, истощение запасов вызывает инфляционный рост цен на средства производства, свидетельствующий о так называемом перегреве экономики.

2. Инвестиции оказываются меньше сбережений. В этом случае в краткосрочном периоде происходит накопление запасов инвестиционных товаров, тенденция к расширению производства угасает, и занятость сокращается. Сохранение такой ситуации достаточно долгое время приводит к замедлению роста ВВП и как следствие – к уменьшению объемов сначала сбережений, а затем и потребления, т. е. к падению благосостояния в обществе. Возникает необходимость существенно увеличить инвестиции, которые сначала могут расти за счет накопившихся запасов, а затем будут требовать и роста сбережений.

Задачей эффективного регулирования объемов производства, доходов, сбережений и инвестиций является обеспечение экономического роста при одновременном повышении социальных гарантий и уровня благосостояния населения страны. Если при достаточно стабильном инвестиционном процессе в экономике происходит ее рост, но уровень благосостояния неизменен, то в итоге она переходит через точку равновесия на нисходящий уровень и попадает в полосу спада.

Состояние равновесия рассматривается и в теории как отправная точка всех экономических построений, целью которых является оптимизация участвующих в них экономических показателей. В частности, если речь идет об исследовании инвестиционного процесса на макроуровне, набор этих показателей включает:

- величину ВВП и его составляющих, определяемых с использованием всех трех методов его расчета: по конечному использованию, распределительного и производственного;
- размер накоплений, включая сбережения населения, нераспределенные прибыли предприятий и профицит (или дефицит) государственного бюджета;
- структуру и состояние запасов;

- мультипликатор инвестиций, т. е. величину прироста внутреннего продукта (валового или чистого) на единицу прироста инвестиций (валовых или чистых).

Экономическую науку и практику всегда интересовал вопрос, каким может быть оптимальный объем инвестиций и их доля в ВВП для сохранения устойчивого экономического роста и увеличения благосостояния общества, т. е. роста потребления. Сама эта доля рассматривается как норма инвестиций, т. е. отношение объема инвестиций к объему ВВП:

$$N_i = I: \text{ВВП}. \quad (8)$$

Но поиск этой нормы всегда начинался с формального представления равновесного состояния экономики, которая затем должна была иметь некоторую траекторию роста, в конечном счете вновь приводящую к состоянию равновесия, но на более высокой стадии развития. В частности, общим для всех вышеназванных авторов, предложивших немало моделей развития, связывающих экономический рост с инвестициями, является то, что они неизменно исходят из состояния равновесия экономической системы, которое или имеет место в начале ее исследования, или достигается в процессе деятельности, описываемой моделями.

Практика, как правило, оказывалась сложнее и не укладывалась в те упрощения, которые вносились авторами в их модели. Однако главные, принципиальные моменты развития инвестиционного процесса как источника экономического роста и связанные с этим условия равновесия и устойчивости, бесспорно, способствовали и совершенствованию методов регулирования инвестиций. Макроэкономический уровень экономики оказался наиболее привлекательной сферой приложения данных моделей в силу сложности учесть все многообразие параметров регулирования экономических процессов и необходимости как можно более своевременно прогнозировать их развитие.

-3-

В соответствии со ст. 1 Закона №39-ФЗ в качестве инвестиций рассматриваются денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные и иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или)

достижения иного полезного эффекта. Федеральный закон от 9 июля 1999 г. №160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» (Закон №160-ФЗ) к инвестициям относит также исключительные права на результаты интеллектуальной деятельности (интеллектуальную собственность), а также услуги и информацию. До того момента, как инвестиционные вложения осуществлены, все перечисленные объекты гражданских прав можно рассматривать в качестве источников этих инвестиционных вложений.

На уровне коммерческих структур – предприятий и организаций, а также и домашних хозяйств – при анализе затрат, связанных с конкретными инвестиционными проектами, существующая система учета позволяет с достаточной точностью определить каждый из видов этих источников и дать им количественную оценку. На макроуровне такая оценка сопряжена уже с определенными трудностями, возрастающими с переходом от одного уровня к другому – от муниципального к региональному и федеральному. В то же время с точки зрения принятия стратегических решений на всех этих уровнях не все эти источники равнозначны. Для вышестоящего по отношению к предприятиям уровня управления экономикой исключительную важность представляет прежде всего финансовое обеспечение инвестиционной деятельности, на объемах и структуре которого и сосредотачивается учет источников инвестиций.

В процессе этого учета выявляются:

- объемы финансовых средств, которыми располагают субъекты экономики и которые потенциально могут быть использованы для инвестиций;
- степень обеспечения этими средствами фактически осуществленных субъектами экономики инвестиций;
- направления поиска недостающих средств обеспечения инвестиций.

Естественно, в процессе такого учета выделяются наиболее крупные инвестиционные программы, которые в российском законодательстве принято называть приоритетными инвестиционными проектами, и соответственно субъекты экономики, их осуществляющие. Но не меньший интерес в этом случае представляют совокупные данные по секторам экономики, т. е. данные об инвестициях, планируемых и фактически осуществляемых органами государственного и муниципального управления, предпринимательским сектором и домашними хозяйствами.

В процессе учета источников инвестиций на всех уровнях управления выявляются источники собственные и привлеченные субъектами экономики.

В качестве главного собственного источника инвестиций, осуществляемых органами управления экономикой, при этом рассматриваются бюджетные средства. Возможности же использования этих средств зависят прежде всего от соотношения доходной и расходной частей каждого бюджета. Бюджет, включающий в расходной части все затраты, связанные с инвестициями, но при этом остающийся профицитным, может обеспечить финансирование этих инвестиций целиком за счет своих доходов. Одной из форм финансирования инвестиционных программ нижестоящего уровня управления является межбюджетное перераспределение финансовых ресурсов от бюджета вышестоящего уровня управления к нижестоящему. Во многих случаях это решает проблему финансового обеспечения инвестиционной стратегии нижестоящего уровня. В противном случае его органы управления для осуществления своих инвестиционных программ вынуждены привлекать средства со стороны либо путем выпуска своих ценных бумаг, либо путем привлечения кредитных ресурсов. При этом федеральный уровень управления ни в коем случае не должен прибегать к эмиссионному финансированию инвестиционных программ, поскольку это неизбежно вызывает инфляцию.

Но сравнительно недавние события, имевшие место во всем мире, показали, что кредитное финансирование, как и выпуск в обращение ценных бумаг, связано с существенными рисками. Наиболее надежным способом финансового обеспечения инвестиций для органов управления на всех уровнях является использование либо собственных ресурсов, в том числе и за счет экономии расходов по многим другим статьям бюджета, либо на основе так называемого государственно-частного партнерства, т. е. с долевым участием вложений предпринимательских структур в инвестиционные программы государственных и муниципальных органов.

В предпринимательском секторе финансовые источники инвестиций также могут быть разделены на собственные и привлеченные. В качестве собственных следует выделить прежде всего нераспределенную прибыль предпринимателей и, естественно, амортизационный фонд. Наряду с нераспределенной прибылью для финансирования инвестиций привлекаются и прочие финансовые

средства, в том числе накопления прошлых периодов, поступления от реализации излишнего, неиспользуемого оборудования и т. д. Для российской экономики до сих пор является характерной высокая доля именно собственных средств финансирования инвестиций. В зарубежной практике, напротив, реальные инвестиции в основном финансируются за счет привлеченных средств. Само по себе это явление свидетельствует о недостаточном уровне развития и чрезмерной дороговизне отечественного кредитного рынка, который и в период спокойного поступательного развития экономики не обеспечивал для реального сектора требуемые объемы среднесрочных и долгосрочных кредитов, тем более эти объемы сжимаются в период наступления финансового кризиса в экономике. Со значительными рисками оказалось связано массированное заимствование российскими компаниями кредитных средств на зарубежных рынках с надеждой на дальнейшую перекредитацию и реструктуризацию обязательств. С наступлением мирового финансового кризиса кредиты пришлось возвращать в явной наличной форме, что поставило многие российские компании на грань несостоятельности. Стратегия государства в сфере финансирования инвестиций должна была в предшествующие годы и впредь направлена на разумное ограничение этих заимствований, в особенности для компаний с государственным участием в их капиталах, за счет максимального развития кредитных возможностей российских банковских структур и удешевления предлагаемых ими кредитов.

Существенным элементом инвестиционной стратегии на муниципальном уровне является контроль и содействие росту инвестиционных возможностей населения, т. е. домашних хозяйств. Сферой их инвестиционной активности является прежде всего жилищное строительство, в том числе на основе ипотеки. Доступность зависит от целого ряда факторов: уровня доходов населения, наличия у него достаточных сбережений, стоимости жилья, стоимости кредитов, условий их предоставления. Соотношение затрат населения на жилье и динамики их сбережений подлежит непрерывному мониторингу со стороны органов управления экономикой. Сбережения населения, особенно в условиях кризиса, становятся первостепенным источником осуществления инвестиций домашних хозяйств.

ТЕМА 3 Инвестиционная стратегия на современном этапе экономического развития России

1. Роль инвестиций при решении стратегических задач
2. Характер использования инвестиций на наиболее важных направлениях российской экономики
3. Основы инвестиционной стратегии Российского государства в осуществлении национальных проектов
4. Стратегия Российского государства в осуществлении иностранных инвестиций
5. Инвестиционная стратегия Российского государства в период экономического кризиса

-1-

Одной из целей экономического развития нашей страны, открыто провозглашенной в текущий период и являющейся, безусловно, стратегической и требующей больших объемов инвестиций, является превращение ее в ведущую энергетическую державу. И сейчас Россия занимает видное место в рыночном обороте и потреблении энергоресурсов.

Экономика ведущей экономической державы должна отвечать ряду неперемennых условий (табл. 1).

Таблица 1 - Экономические проблемы, требующие решения в процессе превращения России в ведущую энергетическую державу

№ п\п	Экономическая характеристика ведущей энергетической державы	Уровень соответствия этим характеристикам экономики России
1	Обеспечение поставки энергоресурсов на мировой рынок в таких объемах, которые будут определять конъюнктуру этого рынка	Из всех видов энергоресурсов лишь поставки российского газа в Европу можно считать определяющими конъюнктуру европейского газового рынка. Поставляя на мировой рынок половину собственного производства нефти, Россия тем не менее не является основным ее поставщиком, и ее экспортные поступления весьма сильно зависят от цен барреля нефти на международных биржах Российская угольная промышленность совсем недавно вышла из состояния кризиса, и ей еще предстоит осваивать мировой рынок угля. Электроэнергия за пределы СНГ практически не поставляется, а цены 1 кВт·ч для потребителей СНГ определялись до сих пор во многом политическими соображениями

№ п/п	Экономическая характеристика ведущей энергетической державы	Уровень соответствия этим характеристикам экономики России
2	Устойчивость объема поставок энергоресурсов и независимость от влияния различных рисков, в т. ч. политических	<p>Можно считать не подверженными политическим рискам поставки нефти через нефтеналивные терминалы в российских портах.</p> <p>Устойчивость поставок нефти в Европу через территорию Белоруссии подверглась серьезным испытаниям в начале 2007 г. по причине obstructionistской политики белорусских властей. Поставки газа в Европу, как оказалось, зависят в значительной степени от политического климата на Украине и будут связаны с риском до тех пор, пока не начнет функционировать Балтийская газопроводная система, которая обеспечит поступление значительной части газа в Европу, минуя Украину.</p> <p>Поставки энергоресурсов в Закавказье, как показал опыт 2004-2005 гг., связаны с опасностью террористических диверсий на коммуникациях (нефте- и газопроводов и высоковольтных линий электропередачи)</p>
3	Обеспечение опережающих, по сравнению с другими странами, темпов развития энергетических отраслей	<p>Производство энергоресурсов в России с 2000 по 2008 г. возросло: нефти – на 55%, газа – на 12%, угля – на 22%, электроэнергии – на 8%. В целом, за исключением электроэнергии, такую динамику роста следует считать соответствующей мировым тенденциям.</p> <p>Динамика роста выработки электроэнергии, наоборот, отстает от этих показателей, хотя Россия по-прежнему является четвертым в мире производителем электроэнергии</p>
4	Доля энергоресурсов в ВВП страны, оставаясь значительной, не подавляет другие отрасли, а, наоборот, способствует их развитию в силу мультипликативного эффекта	<p>Это важное условие гармоничного развития экономики страны – ведущего производителя энергоресурсов, до сих пор в российской экономике не выполняется. Естественный рыночный механизм перелива капиталов из сырьевых отраслей в отрасли, производящие конечную продукцию, в России в полной мере пока не действует. Вложения средств, образованных в рамках сырьевых отраслей, только начинают осуществляться в отрасли обрабатывающей промышленности</p>
5	Рост производства энергоресурсов внутри страны в соответствии с динамикой спроса на них на мировом рынке	<p>За исключением электроэнергии, производство всех остальных видов энергоресурсов обеспечивает тот объем спроса на них на мировом рынке, который при наличии других ограничений удовлетворяется за счет российского производства</p>

№ п/п	Экономическая характеристика ведущей энергетической державы	Уровень соответствия этим характеристикам экономики России
6	Определенная независимость от ценовых колебаний на мировом рынке	<p>Размер сформированного Россией Стабилизационного фонда позволяет компенсировать в течение некоторого времени возможное резкое падение цен на нефть.</p> <p>Цены на газ имеют тенденцию устойчивого роста, и вопрос о создании Стабилизационного фонда по результатам реализации газа на мировом рынке пока не ставился</p>
7	Непрерывный рост качества поставляемых энергоресурсов и постепенное изменение их номенклатуры со сдвигом в сторону продуктов с большей долей добавленной стоимости	<p>Поставляемая на мировой рынок российская нефть марки «Юралс» ниже по качеству, чем ближневосточная. Для повышения ее качества необходимо изменение технологии формирования экспортных поставок, что связано со значительными инвестиционными затратами. Отставание российской нефтепереработки не позволяет в сколько-нибудь значительных объемах поставлять на мировой рынок качественные светлые нефтепродукты.</p> <p>Применительно к остальным энергоресурсам положение несколько лучше. Россия может повысить качество угля и поставлять в большем объеме коксующийся и малозольный уголь.</p> <p>Практической стадии достигла технология поставки Россией сжиженного газа.</p> <p>В сфере электроэнергетики обеспечивается поставка электроэнергии нужного напряжения и с требуемой частотой</p>
8	Инновационный характер прогресса в энергетических отраслях при обеспечении роста производительности труда, экономии потребляемых ресурсов, сохранении среды обитания	<p>В сфере добычи и переработки нефти по извлечению ее из скважин России почти вдвое отстает от лучших мировых показателей, по получению светлых нефтепродуктов из одной тонны нефти – более чем в два раза.</p> <p>Недостаточно высок и медленно растет уровень производительности труда в газовой промышленности.</p> <p>В связи с крайне недостаточным инвестированием в электроэнергетику в 90-е гг. износ ее основных фондов достиг угрожающей величины в 60-65%. В 1,5-2 раза больше по сравнению со среднемировым уровнем составляют потери электроэнергии в передающих сетях. Поэтому широкое освоение в энергетических отраслях инноваций – серьезная проблема, далеко не достигшая еще нужного решения</p>

№ п/п	Экономическая характеристика ведущей энергетической державы	Уровень соответствия этим характеристикам экономики России
9	Национальное производство всех определяющих элементов технологического оборудования для разведки, добычи, переработки и транспортировки энергоресурсов	В связи с распадом СССР Россия оказалось перед необходимостью закупать многие виды оборудования для энергетических отраслей в странах СНГ и дальнем зарубежье. В текущий момент значительная номенклатура этого оборудования производится уже на российских предприятиях. Тем не менее энергетические отрасли пока не могут обходиться без импорта ряда важных технологических комплексов, иначе добыча, переработка и транспортировка энергоресурсов будут невозможны. Остро стоит вопрос об обеспечении современным оборудованием и технологиями нефтепереработки и транспортировки газа.
10	Страна является конкурентоспособным поставщиком технологического оборудования на мировой рынок	Уровень соответствия экономики России этому условию ясен из предшествующего изложения. Вместе с тем Россия успешно экспортирует ряд видов оборудования для энергетических отраслей и полностью может обеспечить себя трубами большого диаметра для нефте- и газопроводов
11	Обеспечение оптимальной структуры, эффективного менеджмента и необходимого уровня развития рыночных отношений в энергетических отраслях, позволяющих привлекать туда стратегических инвесторов	Опыт работы российских нефтяных и угольных компаний показывает, что уровень их менеджмента и действующие в этих сферах рыночные механизмы таковы, что стратегические инвесторы не отказываются сотрудничать с этими компаниями. В газовой промышленности и электроэнергетике, являющихся естественными монополиями, привлечение стратегических инвесторов зависит от результатов их реформирования, которое начато, но еще не закончено
12	Привлечение иностранного капитала для приобретения части активов отечественных энергетических компаний и способствование приобретению этими компаниями активов в сфере реализации и переработки энергоресурсов в странах-потребителях	Развитие международного сотрудничества путем взаимобмена активов и создания совместных производств не является чисто экономической проблемой, а связано с политикой стран – производителей и потребителей энергоресурсов. Попытки получения односторонних выгод в этом процессе, с которыми сталкивается Россия, не приемлемы для нее. Опыт показывает, что российские компании готовы к приобретению соответствующих активов предприятий переработки и транспортировки энергоресурсов в странах, их потребляющих. В то же время при определенных условиях Россия готова допустить иностранный капитал в производство энергоресурсов, но только на взаимовыгодной основе

№ п/п	Экономическая характеристика ведущей энергетической державы	Уровень соответствия этим характеристикам экономики России
13	Национальные энергетические отрасли обладают достаточными мощностями для удовлетворения внутреннего спроса как в текущий момент, так и в перспективе	Динамика отечественного энергопотребления показывает, что Россия столкнулась с недостатком мощностей нефтепереработки и столь же острым недостатком мощностей по производству и передаче электроэнергии. Преодоление выявившихся диспропорций настоятельно необходимо для нормального развития российской экономики
14	Внутриотраслевая экономия ресурсов и качество готовой продукции позволяют получать экономический эффект от сокращения затрат ресурсов у их потребителей	Энергетические отрасли не отличаются интенсивной деятельностью, направленной на экономию потребляемых ими ресурсов. В то же время ощущается дефицит качества продукции, поставляемой этими отраслями на внутренний рынок: низкое качество бензина, слабое давление в газовых магистралях, частые отключения и недостаточная частота электротока
15	Сбережение энергоресурсов является неотъемлемым элементом макроэкономического регулирования экономики	По уровню энергоемкости ВВП Россия в 3-4 раза превосходит развитые в экономическом отношении государства. Сбережение энергоресурсов еще не стало главной задачей макроэкономики

Поставленная цель не достигается лишь простым количественным увеличением производства энергоресурсов и поставки их на мировой рынок, а требует глубокого качественного совершенствования всех энергетических отраслей, и не только их. Чтобы стабильно занять место ведущей энергетической державы, России необходимо провести обширный комплекс организационной техничекских мероприятий, практически перевооружить все отрасли топливно-энергетического сектора, что затронет и другие – как смежные, так и более отстоящие от него отрасли экономики. Это, естественно, потребует значительных инвестиций:

- в разведку новых месторождений энергетического сырья и определения вариантов размещения новых объектов электроэнергетики;
- освоение новых месторождений этого сырья и новых объектов электроэнергетики;
- возмещение фондов, потребленных в процессе производства энергоресурсов с одновременной их модернизацией;
- создание средств транспортировки энергоресурсов, в т. ч. нефте- и газопроводов, портовых терминалов, танкерного флота, сетей электропередачи;
- поддержание этих средств в рабочем состоянии;

- организацию первичной и вторичной переработки энергоресурсов.

По расчетам, выполненным еще РАО ЕЭС, потребность в инвестициях для отрасли электроэнергетики в течение пяти лет определяется в 2,4 трлн руб. Естественно, финансирование не может целиком осуществляться за счет федерального бюджета и требует привлечения средств частнопредпринимательских структур. В противном случае Россия будет вынуждена столкнуться с дефицитом электрической мощности, что чревато замедлением темпов роста российской экономики.

До сих пор макроэкономическое регулирование некоторых отраслей осуществлялось государством. Темп роста цен на их продукцию устанавливался на уровне ниже годовой инфляции. Но в предстоящей период от этой практики, по-видимому, придется отказаться. Достижение показателей, предусмотренных Энергетической стратегией России на период до 2020 г., неизбежно приведет к постепенному приближению базовых цен на энергоресурсы к мировому уровню и к сближению темпов роста цен с темпами инфляции. Это будет болезненно и для предприятий, и для населения, но даст энергетическим отраслям необходимый ресурс, который требуется для наращивания инвестиций в их развитие.

В этом развитии также выделяется ряд главных направлений. Во-первых, определен круг наиболее важных приоритетов промышленной политики в сфере производства средств производства. Во-вторых, в составе национальных проектов сформулированы цели и определены направления развития сельского хозяйства, жилищного строительства и ряда других промышленных отраслей, производящих социально значимые товары и услуги. Однако во всех случаях необходимым условием прогресса во всех этих отраслях будет опережающее развитие энергетики.

Потребности в инвестициях в энергетические отрасли порождают стремление привлечь к участию в них иностранный капитал. Но при этом возникает вопрос, где и в каких формах это привлечение будет наиболее эффективным для российской экономики (таблица 2).

Таблица 2 - Наиболее целесообразные формы иностранных инвестиций в энергетических отраслях Российской Федерации

Отрасль	Технологическая стадия	Форма собственности	Уровень конкуренции	Стратегическое значение	Специфика технологических решений	Формы иностранных инвестиций
Нефтедобыча и нефтепереработка	Разведка	Смешанная, с государственным участием, частная	Олигополия	Чрезвычайно высокое	Разработка и применение более эффективных методов разведки месторождений	Предпочтительным является использование прочих инвестиций. Прямые инвестиции целесообразны в сфере производства средств геологической разведки месторождений
	Добыча	То же	То же	Высокое	Разработка и применение методов повышения степени извлечения нефти из скважин, глубокое бурение, бурение на морском шельфе	Прямые инвестиции с созданием совместных предприятий
	Транспортировка к местам переработки	Государственная	Государственная монополия	Чрезвычайно высокое	Развитие мощностей трубопроводной системы, оснащение современным оборудованием	Предпочтительным является использование прочих инвестиций. Прямые инвестиции целесообразны в сфере производства оборудования для трубопроводов

Окончание табл. 2

Отрасль	Технологическая стадия	Форма собственности	Уровень конкуренции	Стратегическое значение	Специфика технологических решений	Формы иностранных инвестиций
	Транспортировка к пунктам реализации	Государственная	Государственная монополия	Чрезвычайно высокое	Развитие мощностей трубопроводной системы, оснащение современным оборудованием	В трубопроводных системах на территории страны целесообразно использование прочих инвестиций. Прямые инвестиции целесообразны в сфере производства оборудования для трубопроводов. Создание трубопроводных систем вне России осуществляется на основе международной совместной деятельности
	Розничная торговля нефтепродуктами	Частная	Свободная конкуренция	Достаточно высокое	Развитие сети современных автозаправочных станций	Прямые иностранные инвестиции без ограничений
Газовая промышленность	Ситуация в газовой промышленности аналогична нефтедобыче и переработке. Процессы разведки и транспортировки газа остаются закрытыми для прямых иностранных инвестиций, хотя они возможны и желательны с созданием новых предприятий по производству оборудования. В сфере разработки месторождений и добычи газа целесообразны прямые инвестиции с созданием совместных газодобывающих предприятий. Создание систем для транспортировки газа на мировой рынок стало сферой совместной деятельности с иностранным капиталом, эффективность которой оценивается не только экономическими, но и политическими соображениями					

Столь же конкретными должны быть подходы и к выбору формы иностранных инвестиций в электроэнергетике. Эта отрасль, как известно, находится в процессе глубокого реформирования, которое затрагивает как формы собственности отдельных ее объектов, так и методы управления производством, передачей и потреблением электроэнергии. При этом основные объекты электроэнергетики остаются в смешанной собственности, причем в производящих компаниях государству принадлежит около 52%, в инфраструктурных компаниях – не менее 75%, а в атомной энергетике – все 100%. Частными могут быть и постепенно становятся только тепловые электростанции, работающие на органическом топливе. При этих условиях сферой прямых инвестиций в электроэнергетике с созданием различных совместных предприятий могут быть только объекты тепловой генерации электроэнергии, а также энергетическое машиностроение, оборудование для принципиально новых методов получения энергии.

Весьма актуальным для российской экономики являются проблемы энергосбережения. Поэтому важной сферой приложения иностранных инвестиций должно являться массовое производство и освоение различных энергосберегающих приборов и систем, которые обеспечат сокращение удельных затрат в производстве и быту, чтобы российская экономика, которую называют энергозатратной, могла превратиться в энергосберегающую.

Таким образом, выбор форм участия нерезидентов в решении стратегических задач трансформации российской энергетики определяется сложным сочетанием различных факторов, которые должны учитываться как органами управления экономикой на макроуровне, так и непосредственно предпринимательскими структурами. При прочих равных условиях прямые иностранные инвестиции являются предпочтительными по сравнению со всеми другими их формами. Нельзя не учитывать, что прочие инвестиции, которые являются приемлемой формой привлечения иностранного капитала, ведут к росту задолженности конкретных корпораций с государственным участием, действующих в энергетических отраслях, а вместе с ними и страны. Государственный контроль за привлечением крупных кредитов и займов, а также контроль за их рациональным, эффективным использованием становится весьма актуальным.

Особенностью современной экономики является то, что развитие одновременно всех отраслей производства и услуг становится непостоянным для любого государства, и возникает проблема рационального международного разделения труда (МРТ) и сосредоточения каждой страны на наиболее важных для нее ключевых отраслях, где имеются достаточно мощные заделы производственных фондов, технологий, опыта, требуемые кадры специалистов. В полной мере эта закономерность применима и к российской экономике. Неслучайно поэтому в Послании Президента РФ Федеральному собранию еще в 2006 году был выделен ряд ключевых отраслей, прогресс которых должен быть обеспечен в первоочередном порядке, чтобы послужить толчком к развитию других отраслей экономики. В их числе были названы:

- возрождение российского авиастроения;
- развитие коммуникаций;
- расширение масштабов деятельности в космической отрасли;
- обеспечение достойного места России в производстве интеллектуальной продукции.

Экономический кризис, естественно, значительно ограничил инвестиционные возможности и государства, и предпринимательских структур в перечисленных сферах экономики. Более того, руководству страны в конце 2008 г. пришлось принять ряд специальных мер по оказанию помощи не в инвестиционной, а именно в текущей деятельности ряду крупных и градообразующих предприятий этих отраслей. Тем не менее стратегические цели, достижение которых в будущем принципиально изменит структуру, качество и социальное лицо российской экономики, остаются неизменными.

Авиационная промышленность. Судя по успешности внешнеэкономической деятельности при реализации авиационной техники военного назначения, можно сказать, что условия эффективного производства в этой подотрасли обеспечены, и ее развитие будет зависеть только от спроса на мировом рынке; возможностей Российских Вооруженных Сил перевооружать военную авиацию и осуществлять закупки авиационной техники и возможностей обеспечения ее современной авионикой.

Что же касается гражданского самолетостроения, то эта подотрасль еще далеко не вышла из собственного кризиса. Производство российских гражданских самолетов и их закупки за истекшие годы сократились в десятки раз. Не могут закупать на наличном рынке дорогостоящую авиатехнику и солидные крупные авиакомпании (например «Аэрофлот»).

Во всем мире принято поставлять такую технику на началах лизинга, однако российские авиазаводы не располагают необходимым объемом оборотных средств, чтобы организовать лизинговые поставки. У специализированных лизинговых компаний («Рослизинга», например) также недостаточно средств для закупки самолетов у производителей по полной стоимости и последующей поставки их авиакомпаниям на началах лизинга. Поэтому одной из главных экономических проблем, решение которой откроет для российского гражданского авиастроения внутренний рынок, является создание системы поставок самолетов по лизингу. Для этого требуются инвестиции в создание первоначального капитала лизинговых компаний, которые также следует рассматривать как элемент инвестиционной стратегии на макроуровне.

Вторая причина сдерживания гражданского авиастроения связана уже с внешним рынком и заключается в несоответствии отдельных технических показателей российских самолетов международным требованиям экономичности и экологическим нормам. Здесь требуются также инвестиции в совершенствование параметров российской гражданской авиатехники. Осуществить глубокий технологический прорыв в производстве гражданских самолетов возможно только объединенными усилиями всех авиастроительных предприятий. Поэтому в начале 2006 г. была создана в виде открытого акционерного общества (ОАО) «Объединенная авиастроительная корпорация», в состав которой вошло большинство авиастроительных предприятий.

Ни в одном из программных выступлений российских руководителей высшего звена до 2008 г. отечественное автомобилестроение и не было упомянуто как одно из главных направлений структурной перестройки экономики. Но в то же время стало совершенно очевидно, что без массивного участия в российском автомобилестроении иностранного капитала в форме прямых инвестиций решить эту задачу в обозримые сроки невозможно. Вообще, ни советская, ни российская экономики на всем

протяжении своей истории так и не смогли решить задачу массового выпуска сложной, конкурентоспособной бытовой техники, ориентированной на рыночный спрос населения страны, в том числе автомобилей, – потребовалось привлечение инвесторов из-за рубежа. Одной из форм подобных инвестиций является создание ведущими мировыми автоконцернами на российской территории предприятий целиком с иностранным капиталом. В качестве примеров можно, здесь привести организацию филиалов концернов «Форд Моторс» и «Тойота» под Санкт-Петербургом, «Фольксваген», «Вольво» под Калугой. Другая, не менее распространенная форма, — создание совместных с российскими компаниями предприятий или, в соответствии с принятым в законе определением, – коммерческих организаций с иностранными инвестициями. В качестве таких примеров можно привести «Рено-автофрамос» в Москве, производство автомобилей «Хёндай» на Таганрогском автозаводе, «Фиат» в Елабуге и т.д. Первоначально эти предприятия начинают работать по технологии «отверточной сборки», когда все комплектующие и материалы для автомобилей поставляются из-за границы. Но затем начинается постепенный переход на использование комплектующих изделий и материалов российского производства, что принято называть локализацией производства.

Безусловно, общий объем выпуска автомобилей всеми фирмами довольно значителен, и он, по-видимому, увязывается с емкостью российского рынка, наполняемого также и из других источников; (чисто российское производство, импорт новых и подержанных машин). Но при этих условиях перечисленные предприятия фактически не превысят статуса филиалов зарубежных автоконцернов, поскольку всегда разработка и запуск в производство новых моделей, т. е. научно-техническая деятельность, будут оставаться за ними. Эти модели будут приходить к нам из-за рубежа и в лучшем случае станут только адаптироваться к российским условиям.

Практически аналогичная авиастроению кризисная ситуация сложилась и в отрасли судостроения с той лишь разницей, что значительная часть построенных в нашей стране морских судов ушла из-под ее флага и бороздит просторы Мирового океана под флагами других государств. Здесь создаются крупные корпорации, объединяющие ряд судостроительных верфей, возможно развитие международного технического сотрудничества с иностранными компаниями. Однако в отрасли судостроения уже давно существует

практика инвестирования строительства судов на зарубежных верфях за счет отечественного капитала на определенных, оговоренных сторонами, условиях. С другой стороны, вряд ли можно рассчитывать на то, что иностранный капитал придет в Россию с намерением создать здесь свои судостроительные верфи. Во-первых, это требует очень больших первоначальных затрат с длительными сроками окупаемости; во-вторых, достаточные судостроительные мощности в России имеются и сейчас, требуется лишь их модернизация на основе современного, более производительного оборудования. В самой этой модернизации, как и в поставке оборудования по лизингу, вполне может участвовать иностранный капитал. В то же время вполне допустимо предоставление нерезидентам определенных долей в уставном капитале судостроительных предприятий как следствие портфельных инвестиций. Вряд ли, однако, в этом случае целесообразно предоставление контроля иностранцам над деятельностью российских судоверфей.

Развитие коммуникаций. Это исключительно комплексная проблема. Общеизвестно, что коммуникация есть средство перемещения как физических объектов, так и информации из одной точки в другую. Только при обеспечении надежного и быстрого выполнения коммуникациями этой основной функции как физический объект, так и информация, произведенные в одном месте, становятся доступными и могут быть использованы в местах потребления. Отставание в развитии коммуникаций в современных условиях становится одним из главных тормозов экономического роста.

Решение проблемы создания современных коммуникаций в условиях России предполагает следующие меры:

- ускоренное развитие систем связи на основе современных достижений науки и техники;
- комплексное развитие Транссиба, его инфраструктуры с превращением в устойчивый и наиболее дешевый и надежный канал перемещения людей и грузов из Европы на Восток и обратно;
- создание новых и реконструкция старых портов, в том числе нефтяных терминалов;
- реконструкция и развитие современных аэропортов;
- реконструкция и дальнейшее развитие российской трубопроводной системы;

- строительство новых и улучшение качества действующих автодорог с необходимой инфраструктурой (автозаправками, ремонтными службами, мотелями и зонами отдыха и т. д.);

- возрождение российского речного флота.

Расширение масштабов деятельности в космической отрасли. Эта отрасль в свое время являлась «визитной карточкой», с ее помощью доказывалось преимущество советской плановой экономики перед западной. В то же время в первые годы экономической эффективности затрат, связанных с весьма дорогостоящими космическими мероприятиями не только в Советском Союзе, но и в других странах, ставших на путь освоения космоса, была достаточно низкой. Затраты в космосе позволяли получить новые знания, имели военное значение, но еще не давали экономической выгоды. В немалой степени по этой причине в первый кризисный период российских экономических реформ развитие космической отрасли затормозилось, стало нарастать ее отставание от США в военных приложениях, исследовательских направлениях работ (полеты к другим планетам, исследование дальнего космоса), а также в тех направлениях, которые уже вплотную были связаны с экономикой (глобальная космическая спутниковая связь, метеорология и предсказания погоды, исследование земной коры, поиск полезных ископаемых и т. д.).

С выходом России из полосы экономического кризиса первых лет реформ положение в отечественной космической отрасли стало меняться к лучшему. Возросло ее финансирование со стороны государства, являющегося основным инвестором в этой отрасли. Услугами российских ракетных комплексов пользуются уже многие страны, осуществляющие свои космические программы. Но по уровню затрат запуск ракет составляет менее 10% от общего объема рынка космических услуг. Главная доля затрат приходится на различные выводимые в космос аппараты (спутники, телескопы, аппараты для исследования поверхности других планет и т. д.). Сферой совместной инвестиционной деятельности является также осуществление различных международных космических программ, число которых год от года увеличивается.

Обеспечение достойного места России в производстве интеллектуальной продукции. Производство интеллектуальной продукции – единственная отрасль, которой требуется относительно меньший объем инвестиций, чем другим, рассмотренным выше. Доля

России на рынке интеллектуальной продукции, по некоторым оценкам, составляет всего 0,2%, что, естественно, недопустимо для страны, претендующей на место одной из ведущих мировых держав. По своему потенциалу Россия в этой сфере вполне может занять достойное место на этом рынке, но только при следующих условиях:

- если наконец будет обеспечен инновационный характер развития российской экономики и интеллектуальная продукция в полной мере окажется востребованной на внутреннем рынке;

- если государством будут защищены авторские права производителей этой продукции как внутри страны, так и на международном уровне;

- если будут созданы достойные условия жизни этих производителей, сводящие к минимуму их желание эмигрировать из страны.

Инвестиции, которые потребуются от государства, в особенности для обеспечения двух последних условий, дадут многократно превышающий их эффект. Перевод же экономики в целом на инновационный путь развития требует осуществления целого комплекса мероприятий, и прежде всего изменения характера российского бизнеса. Только при этих условиях будут найдены и эффективные формы инвестиционного взаимодействия российской экономики с иностранным капиталом.

До сих пор его участие в производстве интеллектуальной продукции в России носило весьма специфический характер. В 1990-е гг. главной формой освоения иностранцами российских интеллектуальных ресурсов была «утечка мозгов», т. е. использование потенциала отечественных специалистов, выезжавших на жительство за границу как по приглашению иностранных фирм, так и по собственной инициативе. В 1997-2003 гг. из России только в США эмигрировали около 40 тыс. человек. С улучшением в стране экономической ситуации, переходом ее экономики в фазу роста и появлением больших возможностей обеспечения благосостояния высококвалифицированных специалистов поток «утекающих мозгов» стал постепенно уменьшаться, и многие иностранные фирмы, перешли к новой форме их использования: финансированию различных заказов, выполняемых россиянами без выезда из страны. В принципе, ничего плохого в такой форме прямого инвестирования производства интеллектуальной продукции нет, если выполняются следующие условия:

- передача этой продукции иностранцам не затрагивает интересов безопасности государства;
- труд по ее производству справедливо оплачивается в соответствии со сложившимися международными стандартами;
- эта продукция востребована и в России, и ее передача за рубеж не подрывает конкурентоспособности российской экономики ни в краткосрочной, ни в более отдаленной перспективе.

Разработка и освоение нанотехнологий. Ныне это направление признано одним из приоритетных в структурной перестройке российской экономики на базе научно-технического прогресса. Не меньшее внимание этой проблеме уделяется и за рубежом, что создает условия состязательности на этапе НИОКР, а в будущем приведет к развитию конкурентной борьбы за рынки сбыта нанопродуктов. В этих условиях государство вынуждено принять на себя роль организатора и участника инвестиционного процесса в сфере нанотехнологий. В 2007 г. была организована государственная корпорация «РОСНАНО», в уставный капитал которой внесено свыше 100 млрд руб. государственных средств. Задача этой корпорации — выявление, анализ различных инвестиционных проектов в этой сфере и их финансирование с целью довести разработки до уровня производственного освоения и получения практических результатов. Опыт покажет, насколько эффективна такая схема организации работ по продвижению современных высоких технологий в производство.

-3-

Именно в этом направлении осуществляется развитие российских национальных проектов. 2005 г. ознаменовался тем, что наряду со стратегическими программами инвестиций в сфере промышленности были провозглашены четыре приоритетных национальных проекта, относящихся к сферам сельского хозяйства, жилищного строительства, здравоохранения и образования. Каждый из этих проектов помимо решения чисто производственных задач имеет важное социальное значение и затрагивает интересы всего населения страны. Финансирование этих проектов уже в 2006 г. потребовало выделения значительных средств из федерального бюджета, а в 2007 г. сумма этих средств возросла еще не менее чем на 30%. Несмотря на кризисные явления 2008-2009 гг., решениями

федеральных властей федеральное финансирование национальных проектов не только не уменьшено, но и в целом возросло. Сами они постепенно принимают формы целевых федеральных программ, что лишает их исключительности, но увеличивает стабильность.

Показатели инвестиций за счет федерального бюджета отнюдь не исчерпывают всего объема средств, требуемых для финансирования приоритетных проектов. Государство рассматривает свое прямое участие в их финансировании как своего рода первоначальный импульс, который должен стимулировать инвестиционную активность всех участников осуществления проектов: региональные и муниципальные власти, бизнес-структуры, в том числе банк и население. Причем характер инвестиционной деятельности всех этих участников осуществления проектов весьма различен и зависит от природы самих проектов.

Приоритетный национальный проект «Здоровье». По общему мнению, это самый финансовоемкий проект. В его состав на первом этапе осуществления вошла совокупность весьма важных мероприятий, которые следует рассматривать как начальный этап реализации проекта.

Сам этот проект должен решить следующие задачи: обеспечить значительный рост уровня медицинского обслуживания населения на основе прежде всего создания современной материально-технической базы здравоохранения. С этой целью предусматривается обширный комплекс весьма дорогостоящих мероприятий:

- оснащение поликлиник диагностическим оборудованием и другой медицинской техникой, соответствующей современному мировому уровню и, к сожалению, в большинстве своем импортной;
- техническое перевооружение Скорой медицинской помощи с предоставлением ей нового, оборудованного всем необходимым для оказания экстренной помощи автотранспорта, реанимобилей, другой техники;
- организация системы центров оказания массовой высокотехнологичной медицинской помощи населению не только в столице, но и по всей территории России.

Во-вторых, проект предполагает развитие профилактической работы среди населения в форме его массовой вакцинации и диспансеризации, совершенствования системы родовспоможения, оказания дополнительной медицинской помощи нетрудоспособным и престарелым. И, в-третьих, предусматривается рост качества

оказываемых медицинскими работниками услуг населению при существенном подъеме их заработной платы.

Стоимость этого проекта 6,05 млрд руб. Безусловно, все указанные направления создают новый уровень развития российской медицины и имеют важное социальное значение, способствуя росту здоровья населения, а также повышению благосостояния такой многочисленной профессиональной группы, как специалисты здравоохранения.

К сожалению, проект никак не затрагивает проблем развития российской фармацевтической промышленности и производства медицинского оборудования. Предусматривая оснащение медицинских учреждений высокотехнологичным оборудованием, не ставят акцент на том, чтобы закупалось оборудование именно российского производства. Пока возможности таких закупок при слабости этой отрасли российской промышленности достаточно ограничены. В то же время в границах проекта отсутствуют какие-либо мероприятия по развитию российской фармакологии. Эта отрасль промышленности в основном приватизирована, и инвестиционные решения в ее пределах осуществляются частными собственниками, но, поскольку устойчивое развитие медицины невозможно без опоры на развитое производство лекарственных препаратов, дальнейшее осуществление проекта должно в какой-то форме предусмотреть взаимодействие и с этой отраслью экономики.

Приоритетный национальный проект «Образование». Динамика нарастания инвестиционных затрат в проект показывает, что с начала его осуществления всего за год они возросли на 67%. В несколько меньшем объеме рост их продолжился в 2008 г. В последующие годы, несмотря на серьезные экономические трудности, вызванные кризисом, государство пытается сохранить уже достигнутый темп роста инвестиций в образование в рамках национального проекта. Вместе с тем конечные результаты проекта могут оказать влияние на не всегда продуманные и не всегда понятные обществу новации, осуществляемые государственными структурами, ответственными за развитие образования в стране. В частности, вряд ли может быть признана правильной политика свертывания гуманитарного образования (юридического, экономического) под предлогом отсутствия потребностей в соответствующих специальностях. Во всем мире гуманитарное образование не привязано к рынку рабочих мест этих профессий, а является прежде всего средством

повышения уровня общего культурного развития общества, и Россия в этом смысле не должна быть исключением.

Приоритетный национальный проект «Развитие агропромышленного комплекса». Главными особенностями агропромышленного комплекса современной России является его многоукладность. Наряду с крупными сельскохозяйственными предприятиями, сохранившимися на базе прежних колхозов и совхозов, сумевшими выжить и приспособившимися к новым рыночным условиям, существуют еще три уклада:

- 1) фермерские хозяйства;
- 2) личные подсобные хозяйства (ЛПХ) жителей деревень, бывших членов колхозов и работников совхозов;
- 3) садово-огородные хозяйства жителей городов и поселков.

Каждый из этих укладов является производителем отдельных видов сельскохозяйственной продукции, в некоторых случаях определяющим общие объемы производства.

Так, основными производителями зерновых культур являются крупные сельскохозяйственные предприятия. Но половина мясной и молочной продукции представляет результат производства ЛПХ, а подавляющая часть производства овощей и плодово-ягодной продукции (до 90%) поставляется ЛПХ и садово-огородными хозяйствами. Но все названные уклады не обеспечивают потребности страны в продукции сельского хозяйства настолько, чтобы можно было говорить о ее продовольственной независимости. Россия полностью покрывает свои сегодняшние потребности в зерне, являясь даже его экспортером.

Однако это происходит при сложившемся в данный момент уровне развития животноводства, которое всегда являлось крупным потребителем зерна и произведенных из него комбикормов. Сам же этот уровень таков, что значительное количество мяса и молока страна вынуждена импортировать.

В связи с этим центральным звеном чисто экономической части национального проекта являются меры по развитию отечественного животноводства. Они включают:

- организацию современных крупных животноводческих комплексов на основе самой передовой технологии;
- закупку государственными организациями и поставку по лизингу всем сельхозпроизводителям (а не только крупным) до 50 голов племенных животных;

- льготное кредитование приобретателей этих животных с субсидированием государством процентов по кредитам на срок до восьми лет при модернизации и строительстве животноводческих комплексов. При этом проектом предусмотрено развитие кредитования на сумму более 100 млрд руб.

Приоритетный национальный проект «Доступное и комфортное жилье гражданам России». Социальное значение этого национального проекта невозможно переоценить. В то же время судьба его оказалась в наибольшей степени зависящей от текущей экономической конъюнктуры, т. е. от кризисных явлений в экономике. Реализация проекта начиналась параллельно с уже действующей Федеральной целевой программой (ФЦП) «Жилище» на 2002—2010 гг. Сама эта программа включала шесть подпрограмм и два комплекса финансируемых из бюджета мероприятий. Общий объем федерального централизованного финансирования ФЦП «Жилище» составлял 28,5 млрд руб., т. е. около 0,7% от расходной части федерального бюджета.

В целом ФЦП «Жилище» предусматривает бюджетное финансирование жилья для отдельных категорий граждан, классифицируя их спрос в зависимости от различных социальных и профессиональных признаков. Так, подпрограмма «Государственные жилищные сертификаты», составляющая свыше 60% общего финансирования ФЦП, предусматривает особый механизм обеспечения жильем именно военнослужащих. Вполне адресной является подпрограмма «Обеспечение жильем молодых семей» и т. д. Исполнение ФЦП организуется так, что обязательства несет государство, и конечный результат в значительной степени не зависит от доходов будущих получателей жилья.

Принципиальным отличием национального проекта от ФЦП является то, что он охватывает все население страны и ставит целью решение жилищной проблемы именно рыночными методами, при широком участии населения в самом процессе строительства и на рынке жилья на основе ипотеки. В самом начале своего осуществления национальный проект уже столкнулся с серьезными трудностями.

Необходимо, во-первых, учесть условия, при соблюдении которых ипотека становится доступной по крайней мере 30% населения страны:

- темпы роста и фактическое увеличение реального ВВП;

- увеличение в ВВП доли доходов домашних хозяйств;
- опережающие в этих условиях, по сравнению с темпами и объемами роста ВВП, темпы роста и объемы доходов населения;
- более равномерное распределение прироста этих доходов по годам между его децильными группами, динамика изменения при этом децильного коэффициента;
- зависящая от этого распределения величина месячных доходов на душу населения по годам в децильных группах;
- динамика прожиточного минимума в месяц на одного человека;
- начальный норматив потребности в жилье на одного человека и его динамика в течение рассматриваемого периода;
- динамика роста объемов жилищного строительства в год, которые должны быть увеличены не менее чем вдвое;
- стоимость 1 м² жилья на ипотечном рынке и динамика этого показателя;
- возможные размеры ипотечных кредитов, их удельный вес в общей стоимости жилья, сроки, на которые выдаются кредиты, и динамика банковского процента при их использовании;
- размер первоначального взноса в счет стоимости жилья при получении ипотечного кредита;
- зависящие от этих показателей размеры ежегодных и ежемесячных выплат в счет погашения ипотечных кредитов;
- наличие в каждой децильной группе свободного финансового ресурса и его величина как разность между некоторым количеством прожиточных минимумов и ежемесячными выплатами в счет погашения ипотечного кредита;
- зависящая от этого свободного финансового ресурса возможность использовать ипотечное кредитование для обеспечения жильем в децильных группах.

Проект предусматривает, во-первых, порядок получения строительными организациями земельных участков под возведение жилья только на открытых аукционах, по возможности исключаящих сговор чиновников и близких к ним «своих» строительных структур. Во-вторых, ограничивается время, в течение которого выделенный участок остается неиспользованным, что должно препятствовать его использованию в спекулятивных целях. В-третьих, предусматривается централизованное федеральное финансирование затрат по подготовке инфраструктуры строительных участков.

До начала реформ в 1992 г. российскую экономику следует считать лишь ограниченно открытой в связи с тем, что в условиях монополии внешней торговли и централизованного государственного планирования удельный вес внешнеторгового оборота в ВВП был достаточно низким, а объем иностранных инвестиций следует оценить как вообще несущественный.

С начала экономических реформ в сфере внешнеэкономической связи произошли радикальные изменения, монополия внешней торговли была отменена и право занятия внешнеэкономической деятельностью было предоставлено всем экономическим субъектам. Российская экономика стала открытой, в том числе и для иностранных инвестиций.

Процесс взаимодействия с капиталами, используемыми в качестве инвестиций, источником которых являются нерезиденты, с самого начала реформ был подвержен влиянию явления глобализации, которая во все большей степени охватывает экономики стран всего мира.

Глобализация имеет как позитивные, так и негативные стороны. Ниже перечислены ее существенные признаки.

1. Все большая часть производимого в каждой стране ВВП поступает в сферу внешнеторгового обмена, что способствует углублению международного разделения труда и дает возможность все в большей степени использовать преимущества такого разделения. Естественно, результаты этого процесса можно оценить положительно.

2. В сферу внешнеэкономической деятельности во все большей степени вовлекаются не только производимые в различных странах товары и услуги, но и финансовые ресурсы, капиталы, используемые для осуществления инвестиций. Это позволяет различным странам осуществлять свои инвестиционные программы, используя передовой опыт и технологические достижения других стран. Тем самым создаются предпосылки для модернизации экономики и ускорения экономического роста. Этому явлению также можно дать положительную оценку.

3. Усиливается активность и растут масштабы деятельности транснациональных корпораций. Их активы в ряде случаев значительно превышают объемы экономики многих малых стран, а иногда

сопоставимы с экономикой крупных государств. Это явление уже не может быть оценено однозначно положительно. Высокая концентрация экономической мощи транснациональных корпораций позволяет им во многих случаях навязывать свои экономические решения отдельным государствам, не считаясь с их интересами.

4. Беспрецедентными по масштабам стали процессы, перемещения отдельных производств и целых отраслей из наиболее развитых стран в развивающиеся и даже отсталые по экономическому развитию страны. Когда такое перемещение касается высокотехнологичных современных производств, например развития японских и европейских производств бытовой техники, телевизоров средств обработки данных и связи в странах Юго-Восточной Азии, и в особенности в Китае, это, безусловно, положительное явление. Но когда речь идет о том, что в эти государства, а также в страны Африки перемещаются экологически грязные металлургические, химические и другие подобные производства, наносящие ущерб окружающей среде и здоровью населения, такое явление уже нельзя назвать однозначно положительным. А когда при этом странам реципиентам таких производств навязываются обременительные условия размещения данных производств, это дает законную пищу для бурных протестов всюду успевающих, но не желаемых быть услышанными антиглобалистов.

В силу этого развитие глобализации обуславливает углубление неравенства экономик отсталых стран и стран с переходной экономикой, с одной стороны, и высокоразвитых экономических государств – с другой. Все эти факторы практически в равной степени проявляются в сфере иностранных инвестиций в российскую экономику. В этих условиях стратегической целью государства является, во-первых, обеспечение более рациональной общей структуры иностранных инвестиций в российскую экономику, а во-вторых, – более рациональной их отраслевой структуры. При этом, определяя государственную стратегию в области иностранных инвестиций, требуется учитывать изменение некоторых привычных оценок хода и результатов процесса глобализации. Так, например, повсеместно принято считать, что структура иностранных инвестиций будет более рациональной, если в их общей сумме больший удельный вес имеют прямые инвестиции и преобладают обязательства долгосрочного характера.

Существующую структуру иностранных инвестиций в Россию с этой точки зрения назвать рациональной пока нельзя. В 2000 г., с началом экономического роста, прямые инвестиции из 11 млрд долл. их общей суммы составляли 40,42%, размер и доля портфельных инвестиций были совершенно незначительными, а прочие инвестиции в виде различных займов и кредитов составляли 58% общего объема иностранных инвестиций. В 2007 г., рекордном по привлечению иностранных инвестиций в Россию, их объем в целом возрос по сравнению с 2000 г. более чем в 11 раз, но прямые инвестиции возросли только в 6,3 раза, а их удельный вес снизился с 40,42 до 22,98%. Значительно возросли портфельные инвестиции в связи с ростом участия в российском фондовом рынке нерезидентов. В наибольшей степени выросли прочие инвестиции. Этот рост, с одной стороны, являлся отражением повышения кредитного рейтинга российских коммерческих структур, получавших кредиты за рубежом в период, когда российская экономика росла высокими темпами, а с другой стороны, вызывал беспокойство в связи с нарастанием задолженности этих структур. При сокращении абсолютной величины государственного долга объем финансовых обязательств перед иностранными кредиторами в платежном балансе страны не только не сокращался, но продолжал увеличиваться.

В первой половине 2008 г. рост объемов всех видов иностранных инвестиций в российскую экономику продолжился, отмечался определенный рост удельного веса именно прямых инвестиций. Но с возникновением во второй половине этого года сначала мирового финансового, а затем и экономического кризиса ситуация существенно изменилась. Стало очевидно, что портфельные инвестиции в форме приобретения нерезидентами ценных бумаг российских предприятий оказались связанными с очень высокими рисками. Еще при наступлении слабых симптомов кризисных явлений иностранные инвесторы лихорадочно стали сбрасывать эти бумаги и выводить вложенные в них средства из России. Это привело к значительному падению курса акций российских предприятий, уменьшению их капитализации и, следовательно, кредитоспособности, а также к существенному оттоку капиталов из российской экономики. С другой стороны, возникла опасность спекулятивной скупки обесценившихся ценных бумаг российских предприятий, в особенности тех, которые обращались на зарубежных биржах. В таких условиях государству пришлось финансировать выкуп этих бумаг и самому в определенной

степени участвовать в их выкупе. Кроме того, с наступлением в мире финансового кризиса резко подорожали кредиты и сократились возможности перекредитования для уплаты тех сумм ранее выданных кредитов, срок возврата которых истек. Это поставило многие российские предприятия, пользовавшиеся иностранными кредитами, на грань банкротства, что опять-таки потребовало оказать им помощь со стороны государства. Во втором полугодии 2008 г. сократились и прямые инвестиции в российскую экономику. В результате в целом общий объем иностранных инвестиций в 2008 г. по сравнению с 2007-м сократился на 15%, объем портфельных инвестиций составил только треть объема 2007 г. Прочие инвестиции также уменьшились до 85% от объема 2007 г.

Вместе с тем приток прямых иностранных инвестиций продолжался и в условиях кризиса, хотя и несколько сократился. Кризис сам по себе не исключает роста экономики и развития российского рынка, остающегося привлекательным для иностранных инвесторов, в особенности для многих крупнейших транснациональных корпораций, желающих осуществить прямые инвестиции на территории России. Присутствие этих крупных игроков на инвестиционном рынке резко сужает сферу деятельности спекулятивного иностранного капитала, который достаточно вольготно чувствовал себя в экономике России в первое десятилетие реформ. Выше уже отмечалось, что ряд крупнейших транснациональных корпораций с наступлением кризиса не прекращал сотрудничество с Россией. Негативная динамика иностранных инвестиций сохранилась и в 2009 г., когда (по результатам первого полугодия) отмечалось значительное сокращение всех их видов. В особенности уменьшился приток прямых инвестиций. Тем не менее иностранные инвестиции, и прежде всего прямые, остаются необходимым условием модернизации российской экономики. В связи с этим важнейшим элементом инвестиционной стратегии на макроуровне должно стать создание для всех прямых инвесторов максимально благоприятного инвестиционного климата, в том числе различных льгот для иностранных инвесторов, не нарушающих, однако, принцип равных для них возможностей по сравнению с отечественными предприятиями.

Не менее важным, чем стимулирование роста прямых иностранных инвестиций, является такой элемент стратегии, как

определение наиболее целесообразных сфер приложения этих инвестиций.

Исходя из официальной статистики, которая улавливает только легальные инвестиционные потоки, структура прямых иностранных инвестиций в настоящий момент выглядит следующим образом. Около 45% приходится на финансы, кредит, страхование, общую коммерческую деятельность, торговлю и общественное питание, т. е. не относится к промышленным секторам экономики. Из оставшихся объемов наибольшая доля (около 13%) приходится на отрасли топливно-энергетического комплекса (ТЭК), и прежде всего нефтедобычи. Это говорит о том, что помимо сферы обращения для иностранцев оказались привлекательными добывающие отрасли российской экономики, где высок экспортный потенциал. Привлекательность для иностранных инвесторов обеспечивается здесь высокой конкурентоспособностью продукции этих отраслей на мировом рынке и достаточно высокой надежностью вложения средств. Вторым по значению сектором, привлечшим около 11% прямых иностранных инвестиций, является пищевая промышленность. Это следует рассматривать как положительную тенденцию, так как зарубежная техника и технология обеспечивают вывод крайне отсталых производств данной отрасли на современный уровень. Вместе с тем данный факт свидетельствует о том, что иностранные инвестиции направляются прежде всего туда, где имеют место быстрый оборот капитала и высокая рентабельность, обеспечивающие ускоренную окупаемость капитальных вложений.

Однако в наиболее актуальных в настоящее время направлениях инвестирования – в машиностроении, связи, информатике, транспорте – активность иностранных инвесторов весьма низка. Объем их инвестиций в эти отрасли в совокупности едва достигает 10% всех инвестиций. Для решения проблемы модернизации российской экономики отраслевая структура российских инвестиций должна быть существенно изменена с резким ростом объема и удельного веса прямых инвестиций именно в эти отрасли.

-5-

Все перечисленные в предыдущих параграфах данной главы направления инвестиционной деятельности в российской экономике учтены в долгосрочной программе «Стратегия развития России до

2020 года». Текущая экономическая конъюнктура и прежде всего возникший в конце 2008 г. мировой кризис, естественно, могут внести изменения в темпы движения в заданных инвестиционных направлениях, но не изменить их. Тем не менее вопрос о темпах осуществления глобальной инвестиционной стратегии государства отнюдь не праздный, в связи с чем возникает необходимость хотя бы кратко осветить здесь характер проявления кризисных явлений в экономике России не только с охватом рассмотренных направлений, но и с более обширным перечнем входящих в нее отраслей.

В конце III квартала 2008 г. Правительство Российской Федерации предложило антикризисную программу, целью которой являлось, во-первых, смягчение тяжелых последствий кризиса в период наиболее острой его фазы, и, во-вторых, создание предпосылок выхода из кризисного состояния с наименьшими потерями. Содержание мероприятий, сроки и порядок их реализации определялись состоянием экономики в отдельных отраслях и на предприятиях, а также перспективами положения последних на рынке в послекризисный период. Нас в данном случае интересуют те аспекты программы, которые связаны с инвестиционной деятельностью. Ее развитие, в свою очередь, будет по-разному происходить в различных секторах экономики и отдельных ее отраслях.

Общие для значительного числа отраслей реального сектора экономики черты кризисной ситуации заключаются в резком падении спроса на их продукцию при часто проявляющемся одновременном снижении цен на нее. Эта ситуация сжатия рынка сбыта усугубляется еще и невозможностью получения банковских кредитов не только для осуществления инвестиционных программ, но и для поддержания на минимальном уровне своей текущей деятельности. Резко упала капитализация многих российских компаний, цены акций которых на фондовом рынке снизились в несколько раз. В результате для этих компаний еще более сузились возможности получения кредитов под залог своих активов, и их рейтинг исправных, надежных заемщиков значительно снизился.

Нефтяная промышленность. В сфере нефтедобычи первый этап кризиса, т. е. вся вторая половина 2008 г., характеризовалась буквально катастрофическим падением цен на мировых рынках, которые еще в июле этого года находились на рекордной отметке в 147 долл. за баррель сырой нефти. К середине октября 2008 г.

стоимость барреля опустилась до 80 долл. и продолжала дальнейшее падение. К концу года были дни, когда она опускалась почти до 30 дол., колеблясь между 30 и 40 дол., и только к февралю 2009 г. наступила некоторая стабилизация этой цены в пределах 40—45 долл. за баррель. Это не могло не затронуть экономику нефтяных компаний. Финансовый кризис в нефтяном секторе наиболее болезненно проявляется для компаний, недавно начавших, но еще не завершивших крупные инвестиционные проекты. Учитывая требование правительства остановить падение нефтедобычи, в 2008 г. нефтяники были вынуждены увеличить объем вложений в обустройство новых месторождений. Например, компания «ЛУКОЙЛ» реализовала первую часть проекта по наращиванию добычи нефти на шельфе Баренцева моря стоимостью около миллиарда долларов (весь проект в 5 раз дороже), «Сургутнефтегаз» активизировала работы на месторождении Талакан и объявила о намерениях добыть там в 2009 г. 2 млн т нефти. Все эти объекты требуют продолжения инвестирования, а в сложившихся кризисных обстоятельствах это достаточно сложно, поэтому ряд других компаний вынуждены были отложить свои инвестиционные программы до лучших времен. Так, еще в начале сентября 2008 г. компания «Роснефть» объявила, что начало промышленной добычи нефти на ее месторождении в Ванкоре переносится с 2008 г. на середину 2009 г. Запуск нефтеперерабатывающего завода в Приморском крае, строительство которого пока не началось, «Роснефть» отодвинула на 2013 г.

Вообще говоря, у российских нефтяных компаний к началу 2009 г. еще оставался определенный запас устойчивости к падению цен. Однако текущее налоговое бремя было таково, что введение в строй новых месторождений в условиях кризиса и падающих мировых цен могло стать для нефтяников делом непосильным. Поэтому государство вынуждено было действовать, и в III квартале 2008 г. нефтегазовый сектор получил серьезную поддержку в виде снижения экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты. На октябрь-ноябрь 2008 г. экспортные пошлины были установлены на основе средней цены Urals за первые 17 дней сентября (97,4 долл./бар.), а не средней цены за июль-август (121,5 долл./бар.). Таким образом, экспортная пошлина на нефть в октябре-ноябре составила 372 долл., а не 485,8 долл. за тонну, как планировалось ранее. Кроме того, руководство страны пошло на значительное снижение для нефтяников налога на

добычу полезных ископаемых (НДПИ). Хотя изменение сроков расчета и снижение пошлин принесло нефтяным компаниям лишь однократный доход в IV квартале 2008 г., но в совокупности со снижением НДПИ, согласно подсчетам правительства, данные меры позволили отрасли сэкономить не менее 5,5 млрд долл. в 2009 г.

Начиная со II квартала 2009 г., конъюнктура мирового рынка нефти стала существенно меняться. Цена барреля нефти быстро достигла уровня 60 долл. и постепенно прочно установилась в диапазоне 60-70 долл. По многим прогнозам наиболее вероятным является и ее дальнейший рост по мере выхода мировой экономики из кризиса. В этих условиях вывозная пошлина на нефть, как важный источник пополнения доходной части федерального бюджета, была вновь повышена. Но вместе с ростом цен увеличилась добыча и поставка нефти на мировой рынок, в связи с чем можно сказать, что свои неотложные инвестиционные нужды нефтяные компании все же могут обеспечить за счет своих внутренних источников.

Естественно, крупные дорогостоящие и длительные проекты стратегического характера будут развиваться более медленными темпами. Одной из возможностей ускорить их осуществление является использование схем их финансирования на основе соглашений о разделе продукции. В целом можно считать, что инвестиционная деятельность в сфере нефтедобычи будет и впредь развиваться за счет привлечения частного капитала. При этом возможно и привлечение иностранных инвестиций в их различных формах. Государству, по-видимому, придется участвовать в инвестиционных программах «Роснефти» как государственной компании. Но наиболее вероятно, что компания в ближайшее время будет полностью приватизирована.

Кризис производства в секторе металлургии в 2008 г. был вызван не столько снижением цен на металлы, сколько падением мирового спроса на них. Мировые цены на стальной прокат за последние два месяца 2008 г. сократились «всего» на 20%, однако это не отражало тяжести удара, обрушившегося на российских металлопроизводителей, поскольку, как известно, они сильно зависят от экспорта (его доля составляет 45-48%). Объемы же их экспорта упали сразу почти вдвое. Так, спрос на полуфабрикаты (слябы, заготовка Новолипецкого металлургического комбината (НЛМК) – ключевые позиции в российском экспорте) в Европе и США резко снизился. Это, в свою очередь, повлекло за собой снижение более чем

на 25% отпускных цен на продукцию крупных металлургических комбинатов. Положение их усугубилось и тем, что и в России резко упал спрос на некоторые позиции стальной номенклатуры, используемой в строительстве (арматура, швеллер и т. п.). В итоге, скажем, цены на арматуру упали более чем на 30%.

При столь сильном изменении условий реализации продукции на рынке в первую очередь, естественно, пострадали инвестиционные проекты. О частичном сворачивании инвестиционной программы уже заявила Трубная металлургическая компания: будет перенесен ввод в строй электросталеплавильной печи на «Тагмете» и линии по производству бесшовных труб на Северском заводе.

В конце IV квартала 2008 г. началось и прямое сокращение производства со всеми вытекающими отсюда экономическими и социальными последствиями. Например, Магнитогорский металлургический комбинат (ММК) снизил производственный план уже в октябре 2008 г. на 23% и одновременно сократил рабочий день на два часа. Причем 3 тыс. сотрудников комбината были отправлены в досрочные отпуска или переведены на другую работу. Буквально все крупные металлургические компании в конце 2008 г. сократили производство за счет опережающей постановки на текущий ремонт не полностью загруженных домен.

Впрочем, несмотря на падение цен и объемов производства, состояние бизнеса крупнейших российских металлургических предприятий пока позволяет им чувствовать себя достаточно уверенно – у них есть запас прочности. По нашим оценкам, российские комбинаты, большинство которых интегрировано с поставщиками сырья, смогут пережить и двукратное (по сравнению с докризисным уровнем) падение мировых цен. Более того, некоторые из них (например, НЛМК) даже рассматривали возможность покупки сильно подешевевших стальных активов на Западе. Тем не менее экономическое положение в металлургической отрасли, уже приведшее к остановке ряда инвестиционных программ, может затруднить их осуществление в перспективе, хотя сама отрасль в исключительной мере нуждается в реструктуризации и коренном обновлении своих производственных фондов. Она просто обязана выйти из кризиса с новыми технологиями производства металлопродукции, иначе ее конкурентоспособность на мировом рынке будет подорвана.

Вторая половина 2009 г. ознаменовалась некоторой стабилизацией конъюнктуры на рынках металла. Вновь начали расти цены и увеличился, хотя и незначительно, спрос на металлопродукцию. При сохранении этих позитивных тенденций следует ожидать, что металлургическая отрасль в ближайшее время выйдет из кризиса, и инвестиционная активность в отрасли восстановится. Как и в нефтепереработке, инвестиции в металлургии осуществляются и будут осуществляться за счет частного капитала.

Менее оптимистичным в условиях кризиса оказывается положение компаний, торгующих металлом. Трудности с финансированием заставляют их потребителей, прежде всего строителей, снижать активность, т. е. сужается рынок сбыта, а сами компании, как и коммерческие структуры оптовой торговли, в других отраслях будут долго испытывать трудности с оборотными средствами и получением банковских кредитов. В отличие от металлургов металлотрейдеры в большей степени завязаны на использовании кредитных ресурсов, поэтому длительный кризис может обернуться для них более тяжелыми последствиями, чем для непосредственных производителей. С другой стороны, при выходе металлургической отрасли из кризиса, что зависит, вообще говоря, не только от нее самой, но прежде всего от роста производства и потребности в металлах в других отраслях, металлотрейдерам потребуется меньший объем инвестиций. Большую роль степени в создании послекризисной системы реализации металлов будет играть освоение передовых методов маркетинга, современных логистических схем, развитие информатики в этой сфере.

В химической промышленности кризис первым делом проявился в секторах, связанных со строительством и автомобильной промышленностью — двумя отраслями, в наибольшей степени зависящими от потребительского кредитования. Снижение спроса на пластиковые окна ударило по производителям кальцинированной соды (сырье для выпуска стекла) и ПВХ. Цены на продукцию производители лакокрасочных материалов с возникновением кризиса сразу же сократили на 20%. Из-за финансовой слабости большинства производителей в этом сегменте даже незначительный конъюнктурный спад резко ухудшил их экономическое состояние.

ТЕМА 4 Типология видов инвестиционных стратегий

1. Необходимость классификации видов инвестиционных стратегий

2. Классификация инвестиционных стратегий

-1-

Преимущества системы стратегического управления, определившие ее широкое распространение за рубежом, заключаются в том, что она позволяет сформулировать глобальные цели развития фирм, сформировать позицию менеджеров высшего и среднего звена, оперативно адаптироваться к изменениям рыночной среды и тем самым повысить конкурентоспособность организации. Процесс внутрифирменного стратегического управления носит циклический, итерационный характер и включает следующие этапы:

- системный анализ перспектив, возможностей, которые открываются перед организацией;
- разработка сценариев будущего и анализ влияния факторов внешней среды с учетом вероятности возникновения тех или иных ситуаций;
- определение главных целей, отбор проблем, которые предполагается решать с помощью стратегического управления;
- разработка стратегических программ;
- проектирование системы внедрения и контроля стратегических планов.

Наиболее общие правила, определяющие долгосрочные действия, которые обеспечиваются выполнением миссии организации. При этом в качестве миссии выступает глобальная цель, определяющая причину существования организации. Она может заключаться в следующем:

- 1) сохранение или перераспределение собственности путем приобретения контрольных пакетов акций;
- 2) обеспечение доступа к дефицитным видам продукции (услугам), имущественным и неимущественным правам;
- 4) защита инвестиций от инфляции;
- 5) сохранение и прирост капитала;
- 6) получение регулярного текущего дохода.

Инвестиционная стратегия зависит от миссии организации и

определяет не только достижение долгосрочных целей, но и тактику вложения средств. Помимо общей стратегии инвестирования иногда формируются частные субстратегии. Они носят краткосрочный характер и разрабатываются как реализация основной стратегии для конкретного вида ценных бумаг.

Исходя из сформулированных целей развития организации и анализа внешней среды, необходимо определить потенциал участника рынка ценных бумаг, сравнить его возможности с требованиями рынка и поставленными целями. На данном этапе возникает вопрос об определении конкретной инвестиционной стратегии. Следовательно, возникает необходимость в разграничении видов инвестиционных стратегий.

-2-

В зависимости от целей инвестирования, типа управления, характера экономической ситуации и множества других факторов можно выявить большое число разнообразных стратегий.

1) *Стратегия эффективного собственника.* В случае использования этой стратегии миссия инвестора заключается не только в получении доступа к определенным видам продукции и обеспечении контроля за финансовыми потоками, но и в повышении научно-технического и производственно-сбытового потенциала, финансовом оздоровлении предприятия-эмитента. Основной доход, получаемый инвестором, носит долгосрочный характер и образуется в результате хозяйственной деятельности предприятия.

2) *Стратегия спекулятивного слияния, или поглощения.* Основная миссия этой стратегии заключается в приобретении контрольного пакета акций для обеспечения доступа к дефицитным видам продукции (услугам), финансовым ресурсам либо в целях получения в распоряжение выгодных объектов недвижимости, других имущественных и неимущественных прав. Применение этой стратегии по отношению к крупным предприятиям позволяет переключить значительные финансовые потоки на свои дочерние посреднические фирмы, оффшоры, банки. Инвесторы, использующие эту стратегию, могут получить прибыль при реализации пакета акций конечному инвестору либо за счет управления денежными потоками предприятия. Цель применения данной стратегии по отношению к мелким предприятиям может заключаться в приобретении выгодных

площадей в престижных районах для использования их под офисы, склады, для возведения новых зданий.

3) *Аукционные стратегии* применяются при приобретении акций в момент их первичной продажи на чековых, денежных, залоговых аукционах, проводимых в процессе приватизации. Разновидности этих стратегий определяются условиями проведения аукционов. Особенно успешно рассматриваемые стратегии применялись на самых ранних стадиях приватизации. При правильном выборе объектов инвестирования приобретаемые на аукционах акции обеспечивали доходность за счет роста курсовой стоимости

4) *Стратегия спекулятивного конкурента* наиболее часто используется на инвестиционных конкурсах и закрытых денежных аукционах, проводимых в процессе приватизации. Она заключается в том, что интересы инвестора представляют несколько фирм, которые стремятся указать в заявках такие цены, чтобы войти в двойку победителей. С одной стороны, это позволяет подстраховаться на случай неправильного оформления заявок или неучастия других инвесторов. С другой стороны, если интересы одного инвестора защищают несколько фирм, то больше шансов «угадать» цену.

5) *Арбитражная стратегия* активно использовалась на начальном этапе приватизации и в настоящее время. Она заключается в использовании того факта, что один и тот же актив может иметь разную цену на двух различных рынках. Инвестор, применяющий данную стратегию извлекает прибыль за счет одновременной купли-продажи одних и тех же ценных бумаг на разных биржах. Данная стратегия позволяет получить прибыль с минимальным риском при высокой скорости осуществления взаиморасчетов и не требует значительных инвестиций.

6) *Оптимизационная стратегия* основана на построении экономико-математических моделей инвестиционного портфеля. Использование методов оптимизации позволяет определить конфигурацию портфеля, которая отвечает требованиям инвестора с точки зрения сбалансированного сочетания риска, доходности и ликвидности вложений. Наиболее часто используются модели Марковитца, Шарпа, Тобина.

7) *Рейтинговая стратегия* заключается в том, что формирование и обновление портфеля ценных бумаг осуществляется на основе результата построения рейтинговой таблицы. Расчет

рейтинга осуществляется по группам показателей, характеризующих основные инвестиционные предпочтения участника. В портфель включаются акции предприятий, имеющих наилучший рейтинг. В зависимости от инвестиционных целей могут использоваться как сводный рейтинг, так и частные рейтинги, отражающие наиболее важные характеристики.

8) *Стратегия «гибкого реагирования»* заключается в том, что профессиональный участник, получая рыночные сигналы, свидетельствующие об интересе крупных иностранных или отечественных инвесторов к акциям того или иного эмитента, использует свои возможности для того, чтобы опередить конкурентов и заблаговременно начать массированную скупку у мелких инвесторов. Эту стратегию достаточно часто выбирают региональные фирмы, которые за счет тесной связи с центром получают дополнительные преимущества на местном рынке.

9) *Стратегия «рыночного опережения»* предполагает, что инвестор пытается самостоятельно осуществить прогноз состояния рынка и использовать его для извлечения прибыли.

В зависимости от сроков возврата вложенного капитала можно выделить *стратегии краткосрочных, среднесрочных и долгосрочных инвестиций, а также их сочетания*. Для отечественного рынка корпоративных акций в качестве краткосрочного периода инвестирования обычно принимается срок от нескольких часов до 3-6 месяцев. Среднесрочное инвестирование предполагает возможность возврата вложенных средств через 6-12 месяцев, а долгосрочное – через год и более.

При формулировании и выборе стратегий можно использовать и другие классификационные признаки. Например, если за основу классификации взято получение дохода, за рубежом традиционно выделяются стратегии, основанные на росте капитала, получении регулярного текущего дохода, сочетании роста капитала и текущего дохода. К этой же группе можно отнести стратегии, связанные с манипулированием кривой доходности.

Если в качестве классификационного признака при выделении стратегий использовать возможность снижения риска инвестирования, то для достижения этой цели могут быть выбраны стратегии диверсификации, концентрации, иммунизации и хеджирования.

ТЕМА 5 Формирование стратегических целей инвестиционной деятельности

1. Система формирования стратегических целей инвестиционной деятельности

2. Классификация стратегических целей инвестиционной деятельности

3. Этапы формирования стратегических целей инвестиционной деятельности

-1-

Стратегические цели инвестиционной деятельности предприятия представляют собой описанные в формализованном виде желаемые параметры его стратегической инвестиционной позиции, позволяющие направлять эту деятельность в долгосрочной перспективе и оценивать ее результаты.

Формирование стратегических целей инвестиционной деятельности должно отвечать определенным требованиям, основными из которых являются:

1) подчиненность главной цели инвестиционного менеджмента. Стратегические цели инвестиционной деятельности разрабатываются для реализации в долгосрочной перспективе главной цели инвестиционного менеджмента – максимизации благосостояния собственников предприятия;

2) ориентация на высокий результат инвестиционной деятельности. Каждая из стратегических целей должна носить стимулирующий характер для инвестиционных менеджеров, вызывать стремление к их достижению, обеспечивать наиболее полное использование инвестиционного потенциала предприятия;

3) реальность (достижимость). Необходимо сознательно ограничивать инвестиционные цели по критерию реальной достижимости с учетом факторов внешней инвестиционной среды и внутреннего инвестиционного потенциала;

4) измеримость. Каждая из формируемых стратегических инвестиционных целей должна быть выражена в конкретных показателях. Реализация этого требования позволяет использовать их в системе планирования основных параметров инвестиционной деятельности,

применять в качестве критериев оценки результатов реализации инвестиционной стратегии предприятия;

5) однозначность трактовки. Каждая из стратегических инвестиционных целей должна однозначно и ясно восприниматься всеми инвестиционными менеджерами, связанными с ее реализацией. Это требование обеспечивается четким установлением стратегического периода, дифференциацией по различным объектам стратегического управления;

6) научная обоснованность. В процессе формирования стратегических инвестиционных целей должны быть учтены объективные экономические законы, определяющие уровень инвестиционной активности предприятия и эффективность его инвестиционной деятельности;

7) поддержка. Система стратегических инвестиционных целей должна быть выстроена таким образом, чтобы реализация одних из этих целей обеспечивала бы успешную реализацию других. В этих целях необходимо ранжировать все стратегические цели по уровню их приоритетности, подразделяя их на прямые и поддерживающие в общей иерархии;

8) гибкость. Это требование определяет возможность корректировки системы стратегических инвестиционных целей в целом или отдельных количественных параметров каждой из них под воздействием изменения факторов внешней инвестиционной среды или параметров внутреннего инвестиционного потенциала.

Формирование стратегических целей инвестиционной деятельности требует предварительной их классификации по определенным признакам.

-2-

Стратегические цели инвестиционной деятельности классифицируют по следующим признакам:

1. По видам ожидаемого эффекта:

- экономические цели инвестиционной стратегии;
- внеэкономические цели инвестиционной стратегии.

Экономические цели инвестиционной стратегии прямо связаны с формированием инвестиционного дохода или достижением иных экономических результатов инвестиционной деятельности в рассматриваемой перспективе.

Внеэкономические цели инвестиционной стратегии связаны с решением социальных задач, обеспечением экологической безопасности, повышением статуса и репутации предприятия и т. п. Хотя реализация этих стратегических целей не связана прямо с ожиданием инвестиционной прибыли, их косвенное влияние на формирование этой прибыли может быть довольно ощутимым.

2. По функциональным направлениям инвестиционной деятельности цели инвестиционной стратегии предприятия подразделяются следующим образом:

- стратегические цели реального инвестирования. Такие цели определяются по отраслевой и региональной направленности реальных инвестиций, основным их формам, важнейшим конечным результатам. Система этих целей должна быть взаимосвязана со стратегическими целями развития операционной деятельности предприятия;

- стратегические цели финансового инвестирования. В системе этих целей определяются перспективы приобретения контрольного пакета акций иных предприятий, основные целевые параметры формирования портфеля финансовых инвестиций;

- стратегические цели формирования инвестиционных ресурсов. В системе этих целей определяются обычно темпы формирования собственных инвестиционных ресурсов, целевые параметры структуры формируемых ресурсов, а также средневзвешенной их стоимости.

3. По объектам стратегического управления выделяют следующие группы целей инвестиционной стратегии:

- стратегические цели предприятия в целом. В общей системе стратегических целей инвестиционной деятельности они играют определяющую роль и занимают, как правило, основное место;

- стратегические цели отдельных стратегических зон хозяйствования. Инвестиционные цели этой группы связаны с формированием, развитием и обеспечением эффективной деятельности выделяемых в структуре предприятия стратегических объектов данного типа;

- стратегические цели отдельных стратегических хозяйственных центров. Такие цели связаны с инвестиционной поддержкой формирования и развития «центров ответственности» различных типов, в первую очередь «центров инвестиций».

4. По направленности результатов инвестиционной деятельности цели инвестиционной стратегии подразделяются на следующие две группы:

- внутренние стратегические цели. Они определяют направления развития внутренних инвестиций предприятия, обеспечивающих, как правило, различные цели операционной деятельности предприятия, решение наиболее важных проблем социального развития персонала и т. п.;

- внешние стратегические цели. Система этих целей определяет направления и ожидаемые результаты развития внешних инвестиций предприятия, как отечественных, так и зарубежных.

5. По приоритетному значению выделяют:

- главная стратегическая цель инвестиционной деятельности. Как правило, она тождественна главной цели инвестиционного менеджмента. Вместе с тем ее формулировка может носить более развернутый характер с учетом особенностей инвестиционной деятельности конкретного предприятия;

- основные стратегические цели инвестиционной деятельности. В эту группу входят наиболее важные стратегические цели, непосредственно направленные на реализацию главной цели инвестиционной деятельности в разрезе основных ее аспектов;

- вспомогательные стратегические цели инвестиционной деятельности. В состав этой группы входят все иные экономические и внеэкономические цели инвестиционной деятельности предприятия.

6. По характеру влияния на ожидаемый конечный результат выделяют следующие цели инвестиционной стратегии:

- прямые стратегические цели. Они прямо связаны с конечными результатами инвестиционной деятельности. К ним относятся главная стратегическая цель и важнейшие из основных стратегических целей;

- поддерживающие стратегические цели. Эта группа стратегических целей направлена на обеспечение реализации прямых стратегических целей в процессе инвестиционной деятельности. К целям этой группы могут быть отнесены использование новых инвестиционных технологий, переход к новой организационной структуре управления инвестиционной деятельностью, формирование инвестиционной культуры и т. п.

Следует обратить внимание на то, что разделение стратегических целей по этому признаку носит несколько условный характер и связано с разным уровнем их приоритетности. Так, по отношению к главной стратегической цели инвестиционной деятельности все остальные цели можно рассматривать как поддерживающие.

7. По направленности воспроизводственного процесса стратегические цели подразделяют на следующие две группы:

- стратегические цели развития. К их числу относят такие цели инвестиционной деятельности, которые направлены на обеспечение прироста активов или собственного капитала предприятия (т. е. связаны с процессом «чистого капиталобразования»);

- реновационные стратегические цели. Цели этой группы обеспечивают своевременную замену амортизируемых основных средств и нематериальных активов в рамках простого их воспроизводства.

Классификация стратегических целей инвестиционной деятельности не ограничивается перечисленными выше основными признаками. Она может быть дополнена с учетом специфики осуществления инвестиционной деятельности конкретных предприятий.

-3-

С учетом рассмотренных принципов классификации организуется процесс формирования стратегических целей инвестиционной деятельности предприятия. Этот процесс осуществляется по следующим основным этапам:

1. Ретроспективный анализ тенденций развития основных результативных показателей инвестиционной деятельности в увязке с динамикой факторов внешней инвестиционной среды и параметрами внутреннего инвестиционного потенциала предприятия. Основная задача такого анализа заключается в выявлении закономерностей и особенностей развития важнейших параметров инвестиционной деятельности отдельных объектов стратегического управления предприятия и установлении степени влияния на них различных внешних и внутренних факторов.

2. Формулировка главной стратегической цели инвестиционной деятельности предприятия. На этом этапе рассмотренная главная цель инвестиционного менеджмента конкретизируется в определенном показателе и получает количественное значение.

3. Определение желательных и возможных тенденций отдельных показателей инвестиционной деятельности, обеспечивающих достижение ее главной цели. В процессе этого этапа выявляются, какие основные параметры развития инвестиционной деятельности предприятия, обеспечивающие реализацию ее главной цели, могут быть поддержаны за счет благоприятных условий предстоящей динамики внешних и внутренних факторов. Это позволяет выявить пози-

тивное влияние развития внешней инвестиционной среды и внутреннего потенциала предприятия на обеспечение реализации главной стратегической цели его инвестиционной деятельности.

4. Определение нежелательных, но возможных тенденций развития отдельных результатов инвестиционной деятельности, препятствующих достижению ее главной цели. Главной задачей этого этапа является выявление неблагоприятного влияния отдельных внешних и внутренних факторов в процессе их предстоящей динамики на реализацию главной стратегической цели инвестиционной деятельности предприятия. Такая детерминация возможных угроз обеспечению реализации главной цели позволяет заблаговременно принять меры по нейтрализации негативного влияния отдельных факторов, отразив их в системе целей разрабатываемой инвестиционной стратегии.

5. Учет объективных ограничений в достижении желаемых параметров стратегической инвестиционной позиции предприятия. В основе первоначальных подходов к формированию стратегических инвестиционных целей лежит идеальное представление или желаемый образ стратегической инвестиционной позиции предприятия. Однако предприятие отнюдь не свободно в выборе своих инвестиционных целей, соответствующих его идеальной стратегической инвестиционной позиции. Оно может свободно избирать инвестиционную идеологию, показатель главной стратегической инвестиционной цели и даже систему основных стратегических внеэкономических целей инвестиционной деятельности. Что же касается системы стратегических экономических целей этой деятельности, они определяются с учетом объективных ограничений, не контролируемых инвестиционными менеджерами предприятия.

Одним из таких объективных ограничений выступает размер предприятия. Небольшому предприятию недостаточность инвестиционных ресурсов не позволяет осуществлять диверсифицированную инвестиционную деятельность и выдвигать масштабные цели инвестиционной стратегии. В связи с этим стратегические цели таких предприятий ограничиваются обычно сферой реального инвестирования, подчиненного задачам экономического развития и своевременной реновации выбывающих основных средств и нематериальных активов. В то же время крупные предприятия могут позволить себе выбор внеэкономических целей реального инвестирования, целей финансового инвестирования, диверсификации инвестиционной деятельности в отраслевом и региональном разрезе и т. п.

Важным объективным ограничением, определяющим направленность стратегических целей инвестиционной деятельности, выступает стадия жизненного цикла, в которой находится предприятие. Характер дифференциации целей инвестиционной деятельности предприятия в зависимости от конкретных стадий его жизненного цикла может быть проиллюстрирован данными табл. 3.

Таблица 3 – Дифференциация стратегических целей инвестиционной деятельности в зависимости от стадий жизненного цикла предприятия

Стадия жизненного цикла предприятия	Основные стратегические цели инвестиционной деятельности
1 «детство»	Обеспечение высоких темпов реального инвестирования, обеспечение безубыточности инвестиционной деятельности
2 «юность»	Расширение объемов реального инвестирования, диверсификация направлений реального инвестирования, обеспечение минимальной нормы текущей инвестиционной прибыли
3 «ранняя зрелость»	Обеспечение выхода на «критическую массу инвестиций», диверсификация форм реального инвестирования, формирование портфеля финансовых инвестиций, обеспечение необходимых темпов прироста инвестируемого капитала
4 «окончательная зрелость»	Поддержание критической массы инвестиций, обширная диверсификация форм реального и финансового инвестирования, обеспечение средней нормы инвестиционного дохода, развитие реальных инвестиций, преследующих внеэкономические цели
5 «старение»	Обеспечение своевременной реновации амортизируемых активов, «сжатие» портфеля финансовых инвестиций с целью повышения уровня его доходности, дезинвестирование капитала из низкорентабельных инвестиционных объектов с обеспечением минимальных его потерь, реинвестирование капитала с целью поддержания необходимого объема операционной деятельности

6. Формирование системы основных стратегических целей инвестиционной деятельности, обеспечивающих достижение ее главной цели. Определение желательных и нежелательных тенденций развития инвестиционной деятельности, а также учет объективных ограничений в процессе формирования стратегической инвестиционной позиции предприятия позволяют сформировать систему основных стратегических целей инвестиционной деятельности.

В качестве важнейших из этой группы целей (целевых стратегических нормативов) могут быть установлены:

- темп роста общего объема инвестиционной деятельности в стратегической перспективе (общий или среднегодовой);

- соотношение объемов реального и финансового инвестирования предприятия;
- минимально приемлемый уровень текущего инвестиционного дохода;
- минимально приемлемый темп прироста инвестируемого капитала в долгосрочной перспективе;
- предельно допустимый уровень инвестиционного риска;
- структура капитала предприятия, привлекаемого в инвестиционных целях (или минимальный уровень самофинансирования инвестиций).

Все перечисленные целевые нормативы прямо обеспечивают реализацию главной стратегической цели инвестиционной деятельности предприятия.

7. Формирование системы вспомогательных поддерживающих целей, включаемых в инвестиционную стратегию предприятия. Система этих целей направлена на обеспечение реализации ряда основных стратегических целей инвестиционной деятельности предприятия и учитывает специфику этой деятельности. Вспомогательные цели также могут быть выражены в целевых стратегических нормативах. В качестве важнейших из поддерживающих стратегических инвестиционных целей могут быть установлены:

- предусматриваемый уровень отраслевой диверсификации реальных или финансовых инвестиций;
- предусматриваемый уровень региональной диверсификации реальных или финансовых инвестиций;
- соотношение объемов внутренних и внешних инвестиций предприятия;
- предельный уровень ликвидности объектов реального инвестирования или портфеля финансовых инвестиций;
- минимизация уровня налогообложения инвестиционной деятельности.

8. Взаимовязка всех стратегических целей и построение «дерева целей» инвестиционной стратегии предприятия. Главная, основные и вспомогательные стратегические цели рассматриваются как единая комплексная система и поэтому требуют четкой взаимовязки с учетом их приоритетности и ранговой значимости. Такая иерархическая взаимосвязь отдельных стратегических целей инвестиционной деятельности предприятия обеспечивается на основе «дерева целей».

В основе методического приема лежит графическое отражение взаимосвязи и подчиненности различных целей деятельности.

9. Окончательная индивидуализация всех стратегических целей инвестиционной деятельности предприятия с учетом требований их реализуемости. На этом этапе проверяется корректность формирования отдельных целей с учетом их взаимосвязей (взаимной согласованности). Для обеспечения реализуемости отдельных стратегических целей инвестиционной деятельности они должны быть конкретизированы по отдельным интервалам стратегического периода. В процессе этой конкретизации обеспечивается динамичность представления системы целевых стратегических нормативов инвестиционной деятельности, а также их внешняя и внутренняя синхронизация во времени.

Внешняя синхронизация предусматривает согласование во времени разработанных целевых показателей инвестиционной деятельности с показателями общей стратегии развития предприятия, а также с прогнозируемыми изменениями параметров внешней инвестиционной среды. Внутренняя синхронизация предусматривает согласование во времени всех целевых стратегических нормативов инвестиционной деятельности между собой.

ТЕМА 6 Формирование стратегических форм и направлений инвестиционной деятельности

- 1. Уровень соотношения различных форм инвестирования на этапах формирования стратегии*
- 2. Отраслевая направленность инвестиционной деятельности и ее влияние на стратегию*
- 3. Региональная направленность инвестиционной деятельности и ее влияние на стратегию*

-1-

Разработка стратегических направлений инвестиционной деятельности предприятия базируется на системе целей этой деятельности. В процессе разработки последовательно решаются следующие задачи:

- 1) определение соотношения различных форм инвестирования на отдельных этапах перспективного периода;
- 2) определение отраслевой направленности инвестиционной деятельности;
- 3) определение региональной направленности инвестиционной деятельности.

Определение соотношения различных форм инвестирования на отдельных этапах перспективного периода связано, прежде всего, с действием объективных внешних и внутренних факторов.

1. Функциональная направленность деятельности предприятия существенным образом влияет на соотношение форм реального и финансового инвестирования. Предприятия – институциональные инвесторы осуществляют свою инвестиционную деятельность преимущественно на рынке ценных бумаг. Следовательно, основной формой их долгосрочной инвестиционной деятельности будет являться инвестирование в акции, облигации, сберегательные сертификаты и другие фондовые инструменты. Удельный вес реального инвестирования у таких предприятий может колебаться лишь в пределах, разрешенных законодательством каждой из этих групп инвесторов. В то же время у предприятий, осуществляющих производственную деятельность, преимущественной формой инвестирования будут реальные вложения (в форме капитальных вложений, покупки объектов приватизации и т. п.). Именно эта форма инвестирования позволяет таким предпри-

ятиям развиваться наиболее высокими темпами, осваивать новые виды продукции, проникать на новые товарные и региональные рынки.

Финансовые инвестиции таких предприятий связаны, как правило, с краткосрочными вложениями временно свободных денежных средств или осуществляются с целью установления контроля (влияния) за деятельностью отдельных фирм (предприятий-партнеров, предприятий-конкурентов и т. п.).

2. Стадия жизненного цикла предприятия определяет потребности и возможности осуществления различных форм инвестирования. Так, на стадиях «детство» и «юность» подавляющая доля осуществляемых предприятием инвестиций носит реальную форму, на стадии «ранняя зрелость» эта форма инвестиций также преобладает, лишь на стадии «окончательная зрелость» предприятия могут позволить себе существенное расширение удельного веса финансовых инвестиций.

3. Размеры предприятия влияют на соотношение форм реального и финансового инвестирования опосредованно через возможный объем формирования инвестиционных ресурсов. У небольших и средних предприятий, свободный доступ которых к заемным финансовым ресурсам ограничен, имеются определенные сложности в формировании «критической массы инвестиций», обеспечивающей рентабельное развитие операционной деятельности. В связи с этим инвестиционная деятельность небольших и средних производственных предприятий сконцентрирована преимущественно на реальном инвестировании, так как для осуществления финансовых инвестиций у них отсутствуют соответствующие ресурсы. В то же время у крупных предприятий уровень финансовой гибкости (доступ к внешним источникам финансирования) более высокий, что дает им возможность осуществлять финансовое инвестирование в более широких масштабах.

4. Характер стратегических изменений операционной деятельности определяет различную цикличность формирования и использования инвестиционных ресурсов, а соответственно и формы их задействования в инвестиционном процессе. В современной литературе выделяются две принципиальные характеристики стратегических изменений операционной деятельности предприятия – постепенные и прерывистые изменения. Постепенные стратегические изменения характеризуются внутренней логикой динамики операционной деятельности и связаны с относительно незначительными объемами ее наращивания в разрезе отдельных интервалов стратегического периода.

Прерывистые стратегические изменения характеризуются существенными отклонениями объемов операционной деятельности от традиционного вектора роста и осуществляются скачкообразно.

5. Прогнозируемая ставка процента на финансовом рынке оказывает влияние на соотношение форм реального и финансового инвестирования предприятия через механизм формирования нормы чистой инвестиционной прибыли. В реальном инвестировании рост ставки процента вызывает соответствующее снижение нормы чистой инвестиционной прибыли, так как при прочих равных условиях увеличивает стоимость привлекаемых инвестиционных ресурсов. В финансовом инвестировании наблюдается противоположная тенденция – с ростом ставки процента норма чистой инвестиционной прибыли по большинству финансовых инструментов возрастает.

6. Прогнозируемый темп инфляции оказывает влияние на соотношение форм реального и финансового инвестирования предприятия в связи с различным уровнем противoinфляционной защищенности объектов (инструментов) инвестирования. Реальные инвестиции имеют высокий уровень противoinфляционной защиты, так как цены на объекты реального инвестирования возрастают обычно пропорционально темпу инфляции. В то же время уровень противoinфляционной защиты большинства финансовых инструментов инвестирования очень слабый – в процессе инфляции обесценивается не только размер ожидаемой инвестиционной прибыли, но и стоимость самих инструментов инвестирования, подлежащих последующему погашению. Соответственно прогнозируемый рост темпов инфляции будет вызывать повышение доли реального инвестирования, в то время как прогнозируемое снижение темпов инфляции вызовет активизацию финансового инвестирования предприятия.

Альтернативность стратегического выбора форм реального и финансового инвестирования на отдельных этапах стратегического периода может определяться социальными, экологическими, имиджевыми и другими институциональными факторами.

-2-

Определение отраслевой направленности инвестиционной деятельности является наиболее сложной задачей разработки инвестиционной стратегии. Она требует поэтапного подхода к прогнозированию

инвестиционной деятельности в увязке с общей стратегией экономического развития предприятия.

На первом этапе исследуется целесообразность отраслевой концентрации или диверсификации инвестиционной деятельности. Как правило, начальные этапы деятельности предприятия связаны с концентрацией ее на одной отрасли, наиболее хорошо знакомой инвесторам. Обзор западной практики показывает, что многие из наиболее удачливых инвесторов достигли высокого уровня благосостояния, используя стратегию концентрации, т. е. не выходя за рамки моноотраслевой деятельности. В то же время следует отметить, что среди инвесторов, использующих эту стратегию, наблюдается наибольшее число банкротств. Это связано с тем, что концентрация связана с более высоким уровнем инвестиционных рисков, чем могут позволить себе многие инвесторы.

Стратегия отраслевой концентрации (если она, несмотря на высокий уровень риска, все же избирается инвестором) может быть использована лишь на первых трех стадиях жизненного цикла предприятия, так как при благоприятных обстоятельствах она может обеспечить наиболее высокие темпы производственного развития или увеличения капитала. На последующих стадиях жизненного цикла предприятия по мере удовлетворения потребности в продукции (товарах, услугах) основного контингента потребителей ей на смену должна прийти стратегия отраслевой диверсификации инвестиционной деятельности.

На втором этапе исследуется целесообразность различных форм отраслевой диверсификации инвестиционной деятельности в рамках определенной группы отраслей. Такими группами могут быть отрасли сельскохозяйственного производства, пищевой промышленности, транспорта и т. п.

Диверсификация инвестиционной деятельности предприятия в рамках определенной группы отраслей связана с формированием стратегических зон хозяйствования (такое формирование осуществляется в процессе разработки общей стратегии экономического развития компании). На стратегической зоне хозяйствования лежит полная ответственность за разработку ассортимента конкурентоспособной продукции, эффективной сбытовой стратегии, а также обеспечивающей их инвестиционной стратегии.

Вместе с тем такая стратегия инвестиционной деятельности также не лишена определенных недостатков. Основная из них заклю-

чается в том, что смежные отрасли в рамках определенной группы имеют, как правило, аналогичный во времени отраслевой жизненный цикл, что усиливает инвестиционный риск, особенно в традиционных отраслях экономики. Кроме того, продукция таких отраслей подвержена обычно влиянию одинаковых во времени конъюнктурных циклов, что в еще большей степени усиливает инвестиционный риск в отдельные неблагоприятные периоды. Поэтому использование стратегии диверсификации инвестиционной деятельности в рамках определенной группы отраслей эффективно лишь при благоприятном прогнозе конъюнктуры соответствующих товарных рынков.

На третьем этапе исследуется целесообразность различных форм диверсификации инвестиционной деятельности в разрезе различных, не связанных между собой групп отраслей. Необходимость использования такой стратегии определяется тем, что для многих крупных и средних компаний, осуществляющих свою деятельность на протяжении длительного периода, традиционно избранные отрасли (отдельные или в рамках определенных групп) сдерживают темпы перспективного развития, получение высокой отдачи от инвестиций, а иногда определяют стратегическую уязвимость в конкурентной борьбе.

Диверсификация инвестиционной деятельности, осуществляемая в процессе второго и третьего этапов разработки отраслевой направленности инвестиционной стратегии, позволяет получить эффект синергизма, при котором общий эффект полиотраслевой деятельности предприятия значительно больше, чем эффект отдельных отраслевых его подразделений. Для получения эффекта синергизма в процессе отраслевой диверсификации инвестиционной деятельности предприятие может набрать наступательную инвестиционную стратегию, когда в качестве критерия поиска объектов инвестирования используются будущие преимущества отраслевого конгломерата, или защитную инвестиционную стратегию, когда поиск объектов инвестирования направлен на устранение слабостей отдельных отраслевых производств.

С отраслевым выбором инвестиционной деятельности связаны, таким образом, две принципиальные инвестиционные стратегии – конкурентная, которая направлена на обеспечение максимизации инвестиционной прибыли в рамках одной отрасли, и портфельная, которая позволяет максимизировать инвестиционную прибыль (при одно-

временном снижении уровня инвестиционного риска) за счет правильного сочетания подразделений межотраслевой направленности.

Отраслевая диверсификация инвестиционной стратегии осуществляется с учетом предварительной оценки прогнозируемого развития отдельных отраслей (или их групп).

Каждый из перечисленных элементов, которые рассматриваются как синтетические (агрегированные) результаты проведения оценки, включает в себя конкретные аналитические оценочные показатели, расчет которых основывается на соответствующих статистических данных и экспертных оценках.

1. Уровень перспективности развития отрасли оценивается на основе следующих показателей и характеристик:

- значимость отрасли в экономике страны. Количественную оценку этого показателя составляют фактический и прогнозируемый удельные веса продукции отрасли в валовом внутреннем продукте страны с учетом осуществляемой структурной перестройки экономики;

- устойчивость отрасли к экономическому спаду. Уровень этой устойчивости определяется на основе анализа соотношения динамики объема отраслевого производства продукции и динамики валового внутреннего продукта страны;

- обеспеченность развития отрасли собственными финансовыми ресурсами. Для такой оценки используются показатели объема и удельный вес капитальных вложений, осуществляемых за счет собственных финансовых ресурсов предприятий отрасли, удельный вес собственного капитала в используемом предприятиями отрасли объеме и др.;

- социальная значимость отрасли. Она характеризуется численностью занятых в отрасли работников, их удельным весом в общей численности занятого населения страны;

- степень государственной поддержки развития отрасли. Количественную оценку этого показателя составляют данные об объеме государственных капитальных вложений в отрасль, объеме льготного государственного кредитования предприятий отрасли, системе налоговых льгот и др.;

- стадия жизненного цикла отрасли. Такая оценка осуществляется только по тем отраслям (подотраслям) экономики, развитие которых осуществляется по отдельным стадиям жизненного цикла (отдельные отрасли и подотрасли, например сельскохозяйственные, не

носят характера циклического развития). В соответствии с концепцией жизненного цикла отрасли он состоит из следующих пяти стадий: рождение, рост, расширение, зрелость, старение.

2. Уровень среднеотраслевой рентабельности деятельности предприятий отрасли оценивается на основе следующих коэффициентов.

- коэффициент рентабельности активов. Он позволяет судить об уровне генерирования прибыли активами предприятий с учетом отраслевой специфики их деятельности;

- коэффициент рентабельности собственного капитала. Он является приоритетным в рассматриваемой системе показателей данной группы, так как позволяет судить о среднеотраслевой норме прибыльности инвестиций;

- коэффициент рентабельности реализации продукции. Этот показатель дает представление о норме отраслевой прибыли в составе средних цен на ее продукцию;

- коэффициент рентабельности текущих затрат. Использование этого показателя дает представление о потенциальных возможностях формирования диапазона цен на продукцию с позиций сложившегося уровня затрат на ее производство и реализацию.

3. Уровень отраслевых инвестиционных рисков оценивается на основе следующих показателей:

- коэффициент вариации среднеотраслевого показателя рентабельности собственного капитала по отдельным годам анализируемого периода. Этот коэффициент является традиционным измерителем уровня инвестиционного риска в динамике;

- коэффициент вариации показателей рентабельности в разрезе отдельных предприятий отрасли. Он характеризует внутриотраслевой диапазон колебаний уровня финансовых (инвестиционных) рисков;

- уровень конкуренции в отрасли. Количественно этот показатель характеризует число предприятий, функционирующих в данной отрасли (в сравнении с другими отраслями), а также число предприятий, занимающих монопольное положение на рынке (по критерию удельного веса реализации продукции);

- уровень инфляционной устойчивости цен на продукцию отрасли. Такую оценку можно получить путем соотнесения показателей динамики уровня цен на продукцию отрасли с динамикой индекса оптовых цен в целом по стране или индекса инфляции;

- уровень социальной напряженности в отрасли. В определенной степени об этом позволяет судить сравнение показателя среднего

уровня заработной платы работников отрасли с реальным уровнем прожиточного минимума в стране.

На основе оценки трех перечисленных элементов (синтетических оценочных характеристик) и их ранговой значимости в общей характеристике инвестиционной привлекательности рассчитываются интегральные показатели уровня инвестиционной привлекательности отдельных отраслей экономики.

На первом этапе расчетов рассчитывается ранговая значимость отраслей по каждому элементу их оценки. В процессе такой оценки все аналитические показатели рассматриваются как равнозначные.

На втором этапе расчетов на основе ранговой значимости отрасли по каждому элементу рассчитывается интегральный ранговый показатель оценки их инвестиционной привлекательности.

Учитывая, что отдельные элементы оценки играют разную роль в принятии инвестиционных решений, их значимость дифференцируется экспертным путем. В процессе проводимой автором оценки инвестиционной привлекательности отдельных отраслей экономики экспертным путем (на основе опроса инвестиционных менеджеров ряда инвестиционных компаний) установлена следующая значимость отдельных элементов при расчете интегрального рангового показателя:

- уровень перспективности развития отрасли – 20%;
- уровень среднеотраслевой рентабельности деятельности предприятий отрасли – 65%;
- уровень отраслевых инвестиционных рисков – 15%.

Естественно, приведенная значимость отдельных элементов оценки в определенной мере носит субъективный характер, так как зависит от состава и квалификации экспертов, периода проведения экспертного опроса и других факторов.

На третьем этапе расчетов на основе рассчитанных интегральных ранговых показателей оценки инвестиционной привлекательности отдельных отраслей проводится соответствующая их группировка. В процессе такой группировки устанавливаются:

- приоритетные отрасли по уровню инвестиционной привлекательности;
- отрасли с высоким уровнем инвестиционной привлекательности;
- отрасли со средним уровнем инвестиционной привлекательности;
- отрасли с низким уровнем инвестиционной привлекательности.

Определение региональной направленности инвестиционной деятельности связано при разработке инвестиционной стратегии предприятия с двумя основными условиями.

Первым условием, определяющим необходимость такой разработки, является размер предприятия. Подавляющее большинство небольших фирм и значительная часть средних предприятий осуществляют свою деятельность в пределах одного региона по месту проживания инвесторов. Для таких фирм возможности региональной диверсификации инвестиционной деятельности (особенно в части реальных инвестиций) ограничены в силу недостаточного объема инвестиционных ресурсов и существенного усложнения управления инвестиционной и хозяйственной деятельностью. Принципиальная возможность региональной диверсификации возможна лишь при финансовых инвестициях, однако их объем у таких предприятий небольшой, поэтому инвестиционные решения могут приниматься не в рамках разрабатываемой стратегии, а при формировании инвестиционного портфеля (т. е. на стадии тактического управления инвестиционной деятельностью).

Вторым условием, определяющим необходимость разработки, является продолжительность функционирования предприятия. На первых стадиях его жизненного цикла хозяйственная и инвестиционная деятельность сосредотачивается, как правило, в рамках одного региона, и лишь по мере дальнейшего развития предприятия возникает потребность в региональной диверсификации инвестиционной деятельности.

Основой разработки региональной направленности инвестиционной деятельности является оценка инвестиционной привлекательности отдельных регионов страны. В силу устойчивости многих региональных факторов развития результаты оценки инвестиционной привлекательности регионов обычной не подвержены резким изменениям и могут быть использованы при разработке инвестиционной стратегии.

ТЕМА 7 Стратегические направления формирования инвестиционных ресурсов

- 1. Инвестиционные ресурсы предприятия и их особенности*
- 2. Процесс разработки стратегии формирования инвестиционных ресурсов*

-1-

Инвестиционные ресурсы представляют собой все виды реальных и финансовых активов, привлекаемых для осуществления вложений в объекты инвестирования.

Под инвестиционными ресурсами предприятия в экономической литературе принято понимать форму и величину капиталов, вкладываемых в осуществление инвестиционной деятельности.

К инвестиционным ресурсам относятся: денежные средства, земельные участки, здания и сооружения с коммуникациями к ним, различное оборудование, транспортные и плавучие средства, недра и полезные ископаемые в них, участки лесного фонда и водные ресурсы, патенты, права на промышленные образцы продукции, новые технологии ее производства, торговые марки и сертификаты и т. д.

С экономической точки зрения основным признаком отнесения всех рассмотренных капиталов и ресурсов к инвестиционным является их полезность, ценность и стоимость, а основным условием отнесения – возможность и экономическая целесообразность использования при осуществлении вложений в объекты реального и финансового инвестирования. С юридической точки зрения, чтобы капиталы и ресурсы могли быть использованы, необходимы права владения ими со стороны инвесторов.

В условиях рыночной экономики состав и структура инвестиционных ресурсов, источники их формирования весьма разнообразны. Это обуславливает необходимость не только определения содержания понятия инвестиционных ресурсов предприятия, но и уточнения их классификации.

Инвестиционные ресурсы предприятия можно классифицировать по нескольким признакам.

Например, по форме собственности инвестиционные ресурсы делятся на собственные, привлеченные и заемные. Собственными являются средства предприятия, обеспечивающие инвестиционную

деятельность и принадлежащие ему на правах собственности (чистая прибыль, амортизационные отчисления и др.). К привлеченным относятся средства, предоставленные предприятию на постоянной основе, по которым может осуществляться выплата владельцам этих средств дохода (в виде дивиденда, процента) и которые могут практически не возвращаться владельцам. В их числе: средства от эмиссии акций, дополнительные взносы (паи) в уставный капитал, целевое государственное финансирование на безвозмездной или долевой основе. Под заемными понимаются ресурсы, полученные в ссуду на определенный срок и подлежащие возврату с уплатой процента. Заемные средства включают: средства, полученные от выпуска облигаций, других долговых обязательств, кредиты банков, других финансово-кредитных институтов, государства.

По группам источников привлечения инвестиционные ресурсы делятся на формируемые из внутренних источников и формируемые из внешних источников. Внутренними источниками выступают собственные средства предприятий, а внешними – привлеченные и заемные средства. По натурально-вещественной форме инвестиционные ресурсы делятся на привлекаемые в денежной форме, материальной форме и нематериальной форме. Основопологающим инвестиционным ресурсом являются денежные средства. Универсальность этого вида инвестиционных ресурсов проявляется в том, что они легко могут быть трансформированы в любую форму активов, необходимых для осуществления инвестиционной деятельности.

По срокам привлечения выделяют инвестиционные ресурсы, привлекаемые на долгосрочной основе, и инвестиционные ресурсы, привлекаемые на краткосрочной основе.

Инвестиционным ресурсам предприятия присущи следующие основные особенности.

Формирование инвестиционных ресурсов является основным условием осуществления инвестиционной деятельности предприятия.

Формирование инвестиционных ресурсов предприятия связано с первичным накоплением капитала в процессе распределения чистой прибыли предприятия.

Основой формирования инвестиционных ресурсов предприятия является реинвестирование собственного капитала, получаемого в форме амортизационных отчислений, чистой прибыли, поступлений от реализации капитальных и финансовых активов и др.

Процесс формирования инвестиционных ресурсов носит регулярный и непрерывный характер. В отличие от нерегулярности и неравномерности инвестиционной деятельности процесс формирования инвестиционных ресурсов сопровождает все стадии жизненного цикла предприятия.

Формирование инвестиционных ресурсов определяется целями и направлениями инвестиционной стратегии и инвестиционной политики предприятия.

Основной целью формирования инвестиционных ресурсов предприятия является удовлетворение потребности в приобретении необходимых инвестиционных активов и оптимизация их структуры с позиции обеспечения эффективных результатов инвестиционной деятельности. Поэтому процесс формирования инвестиционных ресурсов основывается на ряде важнейших принципов:

- учет перспектив инвестиционной деятельности предприятия;
- соответствие объема привлекаемых инвестиционных ресурсов инвестиционным потребностям предприятия;
- оптимизация структуры инвестиционных ресурсов для обеспечения финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия;
- минимизация затрат по формированию инвестиционных ресурсов из различных источников с целью максимизации чистой инвестиционной прибыли.

Формирование инвестиционных ресурсов является финансовой базой реализации разработанной инвестиционной стратегии предприятия, а с другой стороны, самостоятельным блоком этой стратегии, по которому определяются стратегические целевые нормативы.

-2-

Разработка стратегии формирования инвестиционных ресурсов предприятия включает:

- определение общего объема необходимых инвестиционных ресурсов;
- выбор эффективных методов финансирования отдельных реальных инвестиционных проектов;
- обеспечение необходимого объема привлечения собственных и заемных инвестиционных ресурсов;
- оптимизацию структуры источников формирования инвестиционных ресурсов.

Определение общего объема необходимых инвестиционных ресурсов неразрывно связано с анализом их структуры, сложившейся на предприятии. С этой целью изучаются:

- динамика изменения общего объема инвестиционных ресурсов;
- динамика удельного веса собственных и заемных средств в общей сумме капитала;
- соотношение внешних и внутренних источников формирования собственных инвестиционных ресурсов;
- стоимость привлечения собственного капитала за счет различных источников;
- динамика общего объема привлечения заемных инвестиционных ресурсов;
- эффективность использования заемных инвестиционных ресурсов на предприятии и т. д.

Общая потребность в инвестиционных ресурсах предприятия рассчитывается исходя из планирования объема освоения средств в процессе реализации отдельных реальных проектов и планируемого прироста портфеля финансовых инвестиций. Наибольшую сложность в расчетах представляет определение потребности в ресурсах, необходимых для реализации проекта создания нового предприятия. Это связано с проведением расчетов по всем трем фазам жизненного цикла инвестиционного проекта.

Расчет потребности в инвестиционных ресурсах, необходимых для создания нового предприятия, может вестись балансовым методом, методом аналогий или методом удельной капиталоемкости.

Балансовый метод основан на алгоритме; общая сумма активов создаваемого предприятия равна общей сумме инвестируемого в него капитала. Для определения размера инвестиционных ресурсов в рамках данного метода просчитывается их потребность в разрезе основных видов активов: основных средств; нематериальных активов; запасов товарно-материальных ценностей, обеспечивающих операционную деятельность; денежных активов и прочих активов (с учетом особенностей создаваемого предприятия). Целесообразно рассчитать:

- минимально необходимую сумму активов, позволяющую начать хозяйственную деятельность;
- необходимую сумму активов, позволяющую вести хозяйственную деятельность с достаточными размерами страховых запасов по основным видам оборотных средств;

- максимально необходимую сумму активов, позволяющую приобрести в собственность все используемые основные средства, нематериальные активы и создать достаточные размеры страховых запасов по оборотным средствам.

При применении метода аналогий для установления потребности в инвестиционных ресурсах используют данные по предприятию-аналогу, которое подбирается с учетом его отраслевой принадлежности, региона размещения, размера, используемой технологии и пр.

Метод удельной капиталоемкости самый простой, однако дает наименее точные результаты расчетов. В его основе лежит показатель капиталоемкости продукции, который определяет размер капитала, используемого на единицу произведенной (или реализованной) продукции.

Методы финансирования инвестиционного проекта определяют состав инвесторов, объем и структуру необходимых инвестиционных ресурсов, интенсивность входящего денежного потока по отдельным этапам реализации проекта и ряд других показателей управления проектом.

В качестве основных методов финансирования инвестиционных проектов могут рассматриваться:

- самофинансирование;
- акционирование;
- долговое финансирование;
- ипотека;
- лизинг;
- венчурное финансирование;
- смешанное (долевое) финансирование.

При выборе методов финансирования следует учитывать, что предприятие, использующее для инвестиционной деятельности только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость, но ограничивает темпы своего развития и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал, так как не может обеспечить формирование необходимого дополнительного объема активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка.

На выбор конкретного метода финансирования инвестиционного проекта оказывают влияние:

- организационно-правовая форма создаваемого предприятия;
- отраслевые особенности операционной деятельности предприятия;

- размер предприятия;
- уровень налогообложения прибыли;
- стоимость капитала.

Обеспечение необходимого объема привлечения собственных и заемных инвестиционных ресурсов. Собственные инвестиционные ресурсы предприятия могут формироваться за счет внутренних и внешних источников. Основными планируемыми внутренними источниками являются суммы реинвестируемой чистой прибыли и амортизационных отчислений.

Потребность в привлечении собственных ресурсов за счет внешних источников планируется за счет привлечения дополнительного паевого капитала, эмиссии акций. Объем этой потребности должен обеспечить ту часть инвестиционных ресурсов, которую не удалось сформировать за счет внутренних источников.

Объем привлечения заемных ресурсов определяется, во-первых, предельным эффектом финансового левириджа, и, во-вторых, обеспечением достаточной финансовой устойчивости предприятия.

Оптимизация структуры источников формирования инвестиционных ресурсов является главной задачей стратегии формирования инвестиционных ресурсов.

Оптимальная структура представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорция между коэффициентом финансовой рентабельности (рентабельности собственного капитала) и коэффициентом финансовой устойчивости, т. е. максимизируется рыночная стоимость предприятия.

Процесс оптимизации структуры источников инвестиционных ресурсов включает:

- анализ капитала предприятия;
- оптимизацию структуры капитала по критерию;
- максимизацию уровня финансовой рентабельности (рентабельности собственного капитала);
- минимизацию его стоимости;
- минимизацию уровня финансовых рисков.

ТЕМА 8 Формирование инвестиционной политики предприятия в рамках инвестиционной стратегии

- 1. Инвестиционная политика и принципы ее формирования.*
- 2. Факторы, определяющие содержание инвестиционной политики.*
- 3. Инвестиционный бюджет предприятия и бюджет инвестиционного проекта.*

-1-

Реализация инвестиционной стратегии предполагает осуществление целенаправленного комплекса мероприятий в области инвестиционной деятельности, определяющее место в котором занимает инвестиционная политика. В теории и практике исследований особенностей принятия долгосрочных финансовых решений, проводимых в соответствии с общими стратегическими направлениями развития компаний, принято считать, что после того как базовая стратегия будет уточнена через функциональные стратегии (в производстве, маркетинге, финансах, инвестициях и др.), они в свою очередь должны быть реализованы через политику и бюджеты. Отсюда следует, что инвестиционная политика должна обеспечивать фактическую реализацию инвестиционной стратегии, а значит, она является формой реализации инвестиционной стратегии предприятия. При этом в отличие от инвестиционной стратегии инвестиционная политика формируется только по конкретным направлениям деятельности, требующим обеспечения наиболее эффективного управления для достижения главной стратегической цели предприятия.

В рамках инвестиционной стратегии предприятия разрабатывается политика:

- управления реальными инвестициями;
- управления финансовыми инвестициями;
- управления инвестиционными рисками;
- формирования инвестиционных ресурсов.

Инвестиционная политика предприятия представляет собой общее руководство по формированию программы капитальных вложений, отбору инвестиционных проектов и принятию финансовых ре-

шений, которые способствуют долговременному укреплению конкурентных преимуществ бизнеса и обеспечивают успешное достижение поставленных целей.

Следование направлениям инвестиционной политики, с одной стороны, страхует менеджеров от принятия неперспективных решений, основанных на требованиях текущего момента, а с другой стороны, показывает, каким образом должны быть достигнуты цели, отвергая решения, не соответствующие установленным параметрам и ориентирам.

Важнейшими принципами формирования инвестиционной политики предприятия являются:

- принцип согласованности, который предполагает прямую зависимость основных положений инвестиционной политики от содержания инвестиционной стратегии и состояния внутренних и внешних факторов, воздействующих на предприятие. При этом инвестиционная политика не должна противоречить положениям прочих функциональных стратегий предприятия (производства, маркетинга и др.);

- принцип приоритетности поставленных целей и установленных ориентиров позволяет выделять отдельные наиболее значимые для предприятия в перспективном периоде направления инвестирования, что облегчает процедуру отбора наиболее приемлемых вариантов капитальных вложений и эффективных финансовых инструментов в условиях ограниченности возможностей финансирования;

- принцип обеспечения уровня эффективности принимаемых инвестиционных решений означает, с одной стороны, необходимость предварительного глубокого и комплексного анализа инвестиционных предложений, направлений и условий инвестирования, а также возможных результатов инвестиционной деятельности, а с другой – оценки результативности инвестиционных решений.

-2-

Содержание инвестиционной политики каждого конкретного предприятия определяется системой специфических факторов, ряд которых носит основополагающий характер.

Производственные факторы характеризуются состоянием технической базы и уровнем технологического развития предприятия.

Производственные мощности, степень изношенности оборудования, производственная инфраструктура и потенциальные возможности для изготовления качественной и конкурентной продукции определяют величину капитальных вложений в инвестиционные проекты.

Финансовые факторы, определяющие финансовое положение предприятия, величину внутренних собственных источников финансирования инвестиционной деятельности, привлекательность использования внешних источников инвестиционного капитала формируют базовые требования к структуре капитала, максимально приемлемому уровню рентабельности и риска, величине используемых для оценки эффективности инвестиций ставок дисконтирования.

Макроэкономические факторы воздействуют на содержание инвестиционной политики предприятия через экономическую политику государства, законодательное регулирование инвестиционной деятельности, колебания валютного рынка, величину инфляции, изменение процентных ставок на денежном рынке и на рынке капиталов, колебания среднеотраслевых уровней доходности и др.

Социальные факторы (укомплектованность персоналом, его профессиональный и квалификационный уровень, способность менеджеров различного уровня решать поставленные задачи, влияние инвестиций на высвобождение рабочей силы, социально-бытовые условия, безопасность труда и его охрана и пр.) формируют потребность в корректировке отдельных направлений инвестиционной политики.

Важную роль в разработке инвестиционной политики играют специфические цели предприятия. Их формулирование осуществляется строго в соответствии с главной целью инвестиционной стратегии и общей корпоративной целью, на которую ориентируется руководство предприятия.

Цели инвестиционной политики предприятия должны быть достижимыми, не превышать потенциальные возможности предприятия, представлены конкретными измеримыми показателями, четко сориентированы по времени и иерархически грамотно выстроенными.

В ходе разработки инвестиционной политики необходимо устанавливать приоритеты в достижении поставленных целей. Одна из важнейших целей – рост эффективности инвестиционной деятельности. Может быть представлена показателями чистой текущей стоимо-

сти, нормы доходности, размера дивидендов на одну обыкновенную акцию, рентабельности собственного капитала.

Важным этапом в разработке инвестиционной политики предприятия является анализ приемлемых условий осуществления политики капитальных вложений. К их числу относятся: рискованность капитальных вложений (обобщающим показателем риска инвестиционного проекта является коэффициент вариации, а прогнозируемая и нормируемая чувствительность инвестиционного проекта к воздействию систематического риска выражается через величину бета-коэффициента); уровень рентабельности (доходности); срок окупаемости; структура средств финансирования (соотношение собственных и заемных средств финансирования выражается через показатель финансового рычага) и качество денежного потока инвестиционного проекта (величина и интенсивность поступления денежного потока по годам реализации проекта).

По каждому из перечисленных показателей устанавливаются пределы приемлемых для предприятия значений, соответствие которым позволяет сформировать бюджет капитальных вложений.

-3-

Следует различать инвестиционный бюджет предприятия и бюджет инвестиционного проекта. Инвестиционный бюджет предприятия отражает источники средств и объем финансирования, необходимого для реализации конкретных вариантов капитальных вложений (инвестиционных проектов), включенных в инвестиционную программу. Бюджет инвестиционного проекта представляет собой финансовый план (смету), в котором детально представлены притоки и оттоки денежных средств на протяжении всего жизненного цикла инвестиционного проекта (капитальных вложений). Между общим бюджетом распределения ограниченного инвестиционного капитала и финансовыми планами, разработанными для каждого инвестиционного проекта, должно соблюдаться четкое соответствие.

В процессе формирования бюджета происходит комбинирование инвестиционных проектов. Процедура комбинирования позволяет, во-первых, регулировать уровень общего риска портфеля (за счет минимизации несистематического риска), во-вторых, осуществлять

капитальное нормирование (распределять ограниченные финансовые ресурсы в зависимости от наиболее приоритетных целей и направлений среди альтернативных вариантов капитальных вложений), в-третьих, оптимизировать бюджет (производить отбор проектов по уровню предельной цены капитала).

Подобранная комбинация инвестиционных проектов в рамках оптимального инвестиционного бюджета завершает логику и последовательность принятия управленческих решений, связанных с формированием инвестиционной политики предприятия.

ТЕМА 9 Инвестиционное планирование

- 1. Инвестиционный план и его этапы*
- 2. Прогнозирование инвестиционной деятельности*
- 3. Текущее и операционное планирование инвестиционной деятельности*

-1-

Планирование инвестиций является сердцевиной управления инвестиционной деятельностью предприятия. Все инвестиционные решения по осуществлению реальных инвестиционных проектов и программ, вложению денежных средств в финансовые активы, а также решения по их финансированию объективно взаимосвязаны, а значит, их нельзя принимать порознь и нужно использовать инструменты планирования для связи этих решений.

В новых условиях хозяйствования значение инвестиционного планирования возрастает. В ходе планирования выбирается направление бизнеса, вырабатываются планы финансирования, производства, маркетинговой политики, исследований и т. д. Все инвестиционные мероприятия и их последствия должны быть заранее просчитаны во избежание отрицательных финансовых последствий. Планирование способствует постановке совершенно конкретных целей, которые служат способом мотивации инвестиционной деятельности и позволяют установить критерии оценки результатов деятельности предприятия.

В условиях свободного предпринимательства планирование становится сугубо внутрифирменным мероприятием, и предприятия в той или иной степени уделяют внимание как анализу деятельности, так и прогнозированию. Однако серьезная проблема заключается в нестабильности и непредсказуемости, резких изменениях и излишней политизированности, столь характерных для российской экономики. Данные предпосылки значительно затрудняют точные долгосрочные прогнозы и планирование деятельности.

Инвестиционное планирование – процесс разработки системы планов, плановых (нормативных) заданий и показателей, обеспечивающих развитие предприятия с использованием необходимых инвестиционных ресурсов и способствующих повышению эффективности его инвестиционной деятельности.

В процессе инвестиционного планирования существует тесная зависимость между определением общего стратегического направления инвестиционного развития предприятия и тактическим планированием. Инвестиционное планирование на предприятии состоит из трех важнейших этапов:

- 1) прогнозирование инвестиционной деятельности;
- 2) текущее планирование инвестиционной деятельности;
- 3) оперативное планирование инвестиционной деятельности.

Стратегическое планирование имеет самое непосредственное отношение к принятию инвестиционных решений в целях осуществления инвестиционной деятельности и как деятельность, направленная на видение будущего предприятия, должно обеспечить согласование долгосрочных целей предприятия и использование ресурсов. В стратегическом планировании участвует высшее руководство предприятия, которое определяет концепцию развития, главные и основные цели предприятия, стратегию развития на предстоящий перспективный период (5-10 лет).

-2-

Прогнозирование, как элемент планирования, сосредоточено на наиболее серьезных, стратегически важных, перспективных направлениях и формах инвестиционной деятельности. Прогнозирование инвестиционной деятельности связано с разработкой общей инвестиционной стратегии и инвестиционной политики предприятия.

Разработка инвестиционной стратегии предприятия базируется на концепции стратегического управления. Основа стратегического управления – стратегическое планирование. Нечто подобное использовалось и успешно развивалось в СССР в форме долгосрочного планирования. Однако если традиционное долгосрочное планирование основано на концепции экстраполяции сложившихся тенденций развития, то стратегическое планирование учитывает еще и систему возможностей и опасностей развития предприятия, которые способны изменить сложившиеся тенденции развития, а также выявляет наиболее вероятные события и результаты и определяет наиболее оптимальные варианты действий.

Поиск направлений и приемлемых условий, обеспечивающих успешное исполнение стратегических планов, конкретизация специфических целей и численно измеримых показателей, объективно от-

ражающих ожидаемые результаты деятельности, заставляют руководство и менеджеров предприятия осуществлять тактическое планирование. Его основными целями являются постановка задач для отдельных подразделений, делегирование полномочий и разработка текущих планов.

-3-

Текущее планирование осуществляется во взаимосвязи с процессом планирования операционной и финансовой деятельности предприятия, рассчитано, как правило, на период до одного года и позволяет:

- определить все формы инвестиционной деятельности предприятия и источники ее финансирования;
- сформировать структуру доходов и затрат предприятия;
- обеспечить финансовую устойчивость и постоянную платежеспособность предприятия;
- предопределить прирост и структуру активов предприятия на конец планируемого периода.

На предприятии разрабатывается несколько видов текущих инвестиционных планов. Основу составляет план общего объема инвестиционной деятельности в разрезе отдельных форм реального и финансового инвестирования. Главная цель этого плана – обеспечение простого и расширенного воспроизводства выбывающих основных фондов и нематериальных активов, а также рост финансовых активов предприятия.

План доходов и расходов по инвестиционной деятельности отражает все затраты, связанные с реальными инвестициями и приростом объема долгосрочных финансовых вложений. Этот план определяет объем потребностей в финансовых ресурсах для реализации намеченных инвестиционных проектов и программ, а также возможных поступлений этих ресурсов в процессе осуществления инвестиционной деятельности.

План поступления и расходования денежных средств в процессе осуществления инвестиционной деятельности характеризует результаты прогнозирования денежных потоков от инвестиционной деятельности и обеспечивает четкую взаимосвязь показателей поступления денежных средств, их расходования в плановом периоде и суммы чистого денежного потока по инвестиционной деятельности на конец

периода. Целью разработки плана является обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия на всем протяжении планового периода.

Балансовый план отражает результаты прогнозирования состава активов и структуры использования финансовых средств предприятия. Он определяет необходимый прирост отдельных видов активов, обеспечивает их внутреннюю сбалансированность и способствует формированию оптимальной структуры капитала, что обеспечивает достаточную финансовую устойчивость предприятия. При разработке балансового плана используют укрупненную схему статей баланса предприятия.

Оперативное планирование инвестиционной деятельности рассматривается как совокупность мероприятий по эффективному размещению финансовых ресурсов среди альтернативных вариантов инвестирования.

Основные задачи оперативного планирования состоят в распределении и эффективном размещении финансовых ресурсов с целью реализации намеченной стратегии, в разработке согласованных и скоординированных бюджетов, а также контроле над качеством их исполнения. Горизонт планирования при этом не превышает 12 месяцев.

В процессе оперативного планирования разрабатывается инвестиционный бюджет предприятия. Он отражает объем и состав всех расходов, связанных с инвестиционной деятельностью, обеспечивает покрытие этих расходов инвестиционными ресурсами из различных источников и определяет объемы финансирования, необходимого для реализации конкретных форм и вариантов инвестирования на предприятии. Инвестиционный бюджет предприятия всегда детализирует показатели текущих инвестиционных планов и разрабатывается в рамках одного календарного года с разбивкой по месяцам и (или) кварталам.

Инвестиционный бюджет не следует путать с бюджетом инвестиционного проекта. Бюджет инвестиционного проекта представляет собой финансовый план (смету), в котором детально представлены все притоки и оттоки денежных средств на протяжении всего жизненного цикла инвестиционного проекта. Особое место в содержании бюджета занимает информация о начальных инвестициях в проект.

На предприятии могут разрабатываться различные бюджеты. Их виды определяются различными классификационными признаками.

По видам инвестиционной деятельности предприятия составляют: бюджеты реального и финансового инвестирования, бюджеты инвестиционной деятельности в целом.

По видам затрат бюджеты делятся на текущие и капитальные. Текущий бюджет представляет собой план доходов и расходов предприятия и состоит из текущих расходов (издержки производства и обращения) и текущих доходов (в основном за счет доходов от реализации имущества). Капитальный бюджет — это оперативный план, капитальных затрат и источников поступления средств.

По широте номенклатуры затрат могут разрабатываться функциональные и комплексные бюджеты. Функциональные бюджеты разрабатываются по отдельным статьям затрат (например, бюджет оплаты труда работников, бюджет рекламных мероприятий и т. п.), комплексные — по широкой номенклатуре затрат (например, бюджет реализации реального инвестиционного проекта).

По методам разработки различают стабильный и гибкий бюджеты. Стабильный бюджет не меняется от изменения объемов инвестиционной деятельности (например, бюджет расходов по проектированию объектов). Гибкий бюджет предусматривает планирование затрат (текущих или капитальных) в виде норматива расходов, привязанных к объемным показателям деятельности предприятия (например, к объему строительно-монтажных работ).

Особой формой оперативного планирования инвестиционной деятельности является платежный календарь. Он разрабатывается как по предприятию в целом, детализируя текущий план поступления и расходования средств по инвестиционной деятельности, так и по отдельным видам движения, денежных средств (налоговый платежный календарь по инвестиционной деятельности; платежный календарь по расчетам с поставщиками и т. п.).

ТЕМА 10 Оценка эффективности инвестиционной стратегии

- 1. Оценка эффективности инвестиционной стратегии на макроуровне*
- 2. Оценка эффективности инвестиционной стратегии на микроуровне*
- 3. Критерии и показатели оценки эффективности использования ресурсного потенциала предприятия*

-1-

Оценка эффективности инвестиций – чрезвычайно сложная проблема, требующая как количественных, так и качественных подходов во всех случаях инвестирования в экономику и социальную сферу страны. Тем более это относится к уровню макроэкономики, где возникает ряд дополнительных факторов, действие которых необходимо учитывать при этой оценке. Анализ и оценка эффективности любого инвестиционного проекта при формировании инвестиционной стратегии представляет собой непрерывный процесс. Он начинается с момента формирования целей такой стратегии, определяет формы и методы технико-экономического обоснования проектов, через которые должна быть достигнута цель этой стратегии, и является элементом мониторинга проектов по ходу их осуществления. Кроме того, он представляет итоговый экономический результат при достижении поставленной цели.

Общий подход к решению этой проблемы отражен в ст. 1 Закона № 39-ФЗ и ст. 2 Закона №160-ФЗ, где дается понятие срока окупаемости инвестиционного проекта. В качестве такового в названных статьях законов рассматривается срок со дня начала финансирования инвестиционного проекта до дня, когда разность между накопленной суммой чистой прибыли с амортизационными отчислениями и объемом затрат по проекту приобретет положительное значение. Очевидно, будучи корректно примененной к одному проекту, эта норма остается правильной и относительно любой их совокупности как элементов инвестиционной стратегии.

Позиция законодателя в части состава доходов и расходов, которые должны учитываться при оценке эффективности, вполне понятна. Эта норма закона однозначно отражается широко известной формулой расчета NPV.

Показатель чистой текущей стоимости в наиболее общем случае, когда инвестиции осуществляются за ряд периодов в пределах срока проектируемой, принятой к исполнению и фактически выполняемой инвестиционной программы, определяется как

$$NPV = > 0, \quad (9)$$

где $t = 1, 2, \dots$;

n – число лет осуществления инвестиционной программы;

D – годовой поток наличности, включающий, как уже говорилось, в соответствии со ст. 2 Закона №160-ФЗ сумму чистой прибыли и амортизационных отчислений;

d – коэффициент дисконтирования, принимаемый в данном случае как постоянная величина на весь срок осуществления инвестиционной программы;

I – размер инвестиций по годам осуществления инвестиционной программы.

Можно сказать, что $NPV = f(D; d; t)$. Это общеизвестно. Но при оценке эффективности прямых иностранных инвестиций (ПИИ) при внешнем сходстве расчетного аппарата имеется ряд особенностей формирования величин, составляющих формулу 9, в зависимости от уровня управления экономикой, и должен учитываться определенный набор эталонных значений и оценочных критериев, которым они должны отвечать.

Поскольку современная экономическая теория признает за государственным управлением значение одного из факторов производства, возникает необходимость выделения его влияния на конечные результаты экономической и социальной деятельности среди других прочих факторов и количественной оценки этого влияния. Возникает, следовательно, проблема оценки эффективности государственного управления, а в нашем случае – эффективности государственной стратегии в сфере инвестиционной деятельности в экономике и социальной сфере.

Оценка эффективности результатов как текущей социально-экономической деятельности, так и перспективных программ развития экономики и общества в целом осуществляется на всех уровнях управления. Но методологические подходы, состав показателей эффективности, их приоритетность для каждого уровня управления будут различными. Более того, решения, эффективные для одного уровня управления, могут быть связаны с некоторыми затратами, уменьшающими в целом эффективность деятельности на другом уровне.

Но может быть и наоборот. Так, при оценке эффективности на уровне предприятия на первый план выдвигаются экономические результаты осуществления текущих и перспективных программ и их влияние на деятельность именно данного предприятия. Естественно, при этом менеджмент должен учитывать социальные последствия проводимых им экономических мероприятий, но сам этот учет ограничивается рамками именно предприятия.

Известные методы определения коммерческой, экономической и бухгалтерской эффективности на уровне предприятия позволяют с достаточной полнотой выявить ценность и последствия для предприятия как принятых к исполнению вариантов, так и альтернативных вложений, возможных для него в данной ситуации. Если при этом подобные проекты осуществляются государством или с его участием, т. е., как принято у нас говорить, на микроуровне, то каких-либо принципиальных отличий от уже известных методов анализа эффективности здесь не видно.

На следующем, более высоком уровне отраслей народного хозяйства в расчетах эффективности также преобладающее место занимают оценки экономических результатов. Но здесь значительно более существенную роль начинают играть сопутствующие эффекты, а также влияние экономической стратегии отрасли на смежные с ней отрасли народного хозяйства. Отраслевая оценка эффективности тех или иных мероприятий должна уделить значительно большее внимание, чем на предприятии, и ближайшим, экономическим и социальным последствиям, которые связаны с предлагаемыми или проводимыми мероприятиями в сфере производства (уровнем занятости, изменением квалификации работников, их миграции и т. д.).

На региональном уровне управления оценка социальных результатов деятельности приобретает не менее важную роль, чем оценка результатов чисто экономических. И наконец, на уровне всего народного хозяйства социальные результаты деятельности всей совокупности экономических объектов начинают играть первостепенную роль.

Для оценки инвестиционной стратегии на макроуровне особое значение приобретает совокупность критериев эффективности, которые необходимо отличать от показателей эффективности.

Критерий эффективности – качественная оценка полученных результатов развития экономики. К их числу в нашем случае могут быть отнесены:

- рост благосостояния населения;

- повышение обороноспособности страны;
- обеспечение ее экономической безопасности;
- сохранение и улучшение среды обитания;
- сокращение степени дифференциации доходов;
- повышение уровня общественного спокойствия и т.д.

Любой экономический результат должен быть оценен с точки зрения соответствия этим или другим, не названным здесь, но аналогичным по важности критериям.

Показатели эффективности – это количественные оценки результатов экономического развития, которые, в свою очередь, фиксируют как экономические, так и социальные изменения, происходящие в народном хозяйстве.

Для любого уровня управления экономикой экономическая эффективность выражается в росте продуктивности общественного производства за счет следующих мероприятий:

- увеличения производительности труда;
- снижения затрат ресурсов на единицу конечного результата;
- повышения качества продукции, которое находит свое выражение в удлинении сроков эксплуатации и сокращении затрат в процессе использования произведенных продуктов и соответственно – свое признание на рынке по более высокой цене.

Вышестоящий уровень, в качестве которого может рассматриваться и уровень Российской Федерации в целом, должен в этих условиях обязательно решать проблему профессиональной переориентации высвобождающегося персонала и повышения уровня занятости путем создания новых самостоятельных производств с необходимым числом рабочих мест. Только таким образом может быть обеспечен реальный рост объемов производства и достигнута эффективность инвестиций в каждом из ее определений. В нашем примере эта проблема решается путем создания в регионе новых объектов, на которые привлекается не только высвобождающаяся на реконструируемых предприятиях рабочая сила, но и дополнительные работники, в результате чего занятость в регионе повышается, а безработица, наоборот, сокращается.

Конечно, экономически вовсе не безразлично, сколько стоит совокупность инвестиционных программ предприятий и общая программа региона, т. е. каков объем инвестиций, необходимый для достижения целей модернизации производства на действующих пред-

приятных региона при одновременном увеличении общего числа рабочих мест в нем и повышении уровня занятости.

После того как требуемый размер инвестиций определен, наступает следующий этап анализа инвестиционных программ, в результате которого могут быть внесены определенные корректировки в первоначальные стратегические решения, а именно; в исследование ожидаемых эффектов и определение сроков окупаемости затрат. В качестве исходных данных для получения решения на этом этапе задается набор показателей в рублях на единицу изделия.

Удельные затраты на единицу изделия определяются с учетом роста производительности оборудования после реконструкции. При росте этой производительности на 50% предполагается, что заработная плата возрастает на 30%.

На основе вышеприведенных результатов с привлечением ряда дополнительных нормативных данных может быть произведен в соответствии с изложенной выше методикой расчет всех показателей эффективности инвестиционной программы, осуществленной или намечаемой к осуществлению в регионе. При этом, в частности, ВДС в соответствии с методологией Системы национальных счетов определяется как сумма амортизации, расходов по оплате труда и валовой прибыли. ВВП региона определяется как сумма его ВДС и налога на добавленную стоимость. Удельные затраты на рубль ВДС определяются как отношение суммарных затрат в производстве сырья и материалов, амортизации оборудования, трудовых затрат и прочих затрат к величине ВДС. Они могут быть как меньше, так и больше единицы. По действующим предприятиям экономическая эффективность инвестиционных программ определяется как разность удельных затрат на рубль ВДС после и до реконструкции, умноженная на величину ВДС после реконструкции. Для новых объектов такой расчет не производится из-за отсутствия базы для сравнения. Но показатель удельных затрат на рубль затрат ВДС по новым объектам учитывается при определении такого же показателя для региона в целом. В связи с этим для региона в целом экономическая эффективность определяется аналогично тому, как это делается для действующих предприятий; суммы налогов определяются прямым расчетом.

При условии, что общий объем используемых в экономике ресурсов остается постоянным, их экономия также приводит к росту национального дохода. Как известно, в соответствии с методологией Системы национальных счетов (СНС) при использовании производ-

ственного метода расчета ВВП ВДС определяется как разность валового оборота (ВО) и промежуточного потребления (ПП):

$$\text{ВДС} - \text{ВО} - \text{ПП}. \quad (10)$$

Национальный доход в этом случае можно определить как разность ВДС и возмещения потребленных основных средств производства — А:

$$\text{НД} = \text{ВДС} - \text{А}. \quad (11)$$

Но промежуточное потребление включает стоимость израсходованных в производстве ВВП материальных ресурсов и услуг. При экономии этих ресурсов промежуточное потребление относительно сокращается, а ВДС и в конечном счете НД соответственно возрастают:

$$\text{ВДС}_t = \text{ВДС}_{t-1} + \Delta \text{ПП}_{t-1} = \text{ВО} - (\text{ПП}_{t-1} - \text{ПП}_{t-1}). \quad (12)$$

Следует особо отметить, что именно экономия ресурсов позволяет существенно увеличить ту составляющую ВДС и, следовательно, национального дохода, которая представляем собой оплату труда, т. е. экономия ресурсов есть прямое условие роста благосостояния страны.

-2-

Большая часть приведенных выше формул может быть использована и при оценке эффективности инвестиционной стратегии на уровне предприятия.

В связи с этим на стадии обоснования стратегии целесообразно осуществлять анализ эффективности в три этапа. На первом должен быть получен результат осуществления инвестиций как безрисковых и производимых в условиях отсутствия инфляции, т. е. в качестве коэффициента дисконтирования должна использоваться величина, отражающая только стоимость инвестиционных ресурсов, которые предполагается вложить в программу. Следующим этапом определения коэффициента дисконтирования для совместной инвестиционной программы является учет инфляции, существенно влияющей на величину d , которая должна приниматься при расчете эффективности. Влияние инфляции в соответствии с существующей методикой определяется, как известно, следующим образом: если обоснованно принятый коэффициент дисконтирования равен d , а темп общей инфляции в российской экономике равен i , то в рамках такого подхода коэффициент дисконтирования, учитывающий влияние инфляции, — d определяется на основе формулы (13):

$$\bar{d} = (1 + \bar{d}) \times (1 + i) \quad (13)$$

или после несложных преобразований:

$$\bar{d} = \bar{d} + i + \bar{d} \times i. \quad (14)$$

Этот способ учета инфляции можно считать отражением инфляционных процессов в экономике как одного из видов недифференцированных рисков, когда имеет место общее, распространяющееся на все виды товаров и услуг повышение цен. В этом случае затраты и доходы в отдельные годы осуществления инвестиционной программы и задаваемые на стадии проектных обоснований, естественно, должны быть дисконтированы с учетом общих показателей инфляции. Но при этом мы сталкиваемся со следующим явлением: по мере удаления от начального момента осуществления инвестиций влияние инфляции оценивается как все более и более существенное.

Кроме того, показатели принимаются как константы, и в таком виде их допустимо использовать только при оценке эффективности краткосрочных программ. Но при инвестиционной стратегии, рассчитанной на длительный срок, значения WACC, т. е. d и i , могут меняться при изменении цены отдельных инвестиционных ресурсов и темпов инфляции. Для долгосрочных расчетов поэтому необходимо использовать величины d и i .

Но это значит, что и сама структура формулы определения NPV должна поменяться. С учетом того, что d и i рассматриваются не как константы, а как переменные величины, эта формула приобретает следующий вид:

$$NPV = \sum \frac{R_t}{\prod (1 + d_t) \times (1 + i_t)} - \sum \frac{I_t}{\prod (1 + d_t) \times (1 + i_t)} > 0. \quad (15)$$

И если d_t – дисконт в году t с учетом инфляции, равной $d_t + i_t$, то можно также записать:

$$NPV = \sum \frac{R_t}{\prod d_t} - \sum \frac{I_t}{\prod d_t} > 0. \quad (16)$$

-3-

Повышение устойчивости производства на предприятии во многом зависит от его обеспеченности ресурсами на оптимальном уровне и в рациональной структуре. На результаты его хозяйственной деятельности существенное влияние оказывает ресурсный потенциал, причем это влияние происходит не в форме простого суммирующего

действия каждого вида ресурсов в отдельности, а посредством их сложного взаимодействия.

Основная задача ресурсного потенциала на любом уровне — производство максимального объема продукции при заданном объеме ресурсов. Рациональное использование и управление ресурсами позволяет производителям сохранять устойчивое развитие и снижать себестоимость продукции. При этом для обеспечения экономической эффективности функционирования предприятия необходимо использовать систему показателей, позволяющую установить степень эффективности их использования, качество норм расхода ресурсов, нарушение рациональных пропорций формирования и т. д.

Методы оценки использования ресурсного потенциала характеризуются двумя подходами: затратным и ресурсным. При затратном подходе абсолютная величина показателя, показывающего результат деятельности организации, — прибыль, соотносится с объемом израсходованных ресурсов, а при ресурсном — со средним их значением за анализируемый период. В первом варианте оценка эффективности использования ресурсов определяется по показателю рентабельности, во втором — ресурсоотдачи.

Ресурсоотдача определяется как частное от деления объема производимой продукции на величину соответствующего расхода какого-либо ресурса. С точки зрения экономического содержания ресурсоотдача показывает, сколько продукции получено с 1 руб. израсходованного вида ресурсов. Недостаток этого методического подхода состоит в том, что при данном варианте затраты других ресурсов не учитываются, а полученный экономический результат относится на счет использования только одного вида ресурса. Само понятие «ресурсоотдача» предусматривает реализацию принципа «вложено (израсходовано) — получено». Вложение ресурсов означают затраты на его приобретение или создание и другие расходы, которые переносятся на стоимость данного ресурса.

Объективная информация о количественной и качественной оценке ресурсного потенциала предприятия и степени его использования позволяет эффективно управлять им на всех стадиях его формирования, обновления, развития и включения в производство.

Основными критериями эффективности использования ресурсного потенциала являются рост валовой продукции и прибыли. Интегрированным критерием, по мнению многих экономистов, должна выступать окупаемость затрат. Обобщение различных подходов к

оценке эффективности использования ресурсов позволило выработать авторский взгляд на систематизацию критериев и показателей. Предлагаемая система оценки эффективности использования ресурсного потенциала предусматривает пять уровней критериев и показателей оценки.

Эффективность ресурсного потенциала можно определить в нескольких аспектах (разрезах):

- в целом по предприятию – эффективность использования ресурсного потенциала;
- эффективность использования совокупности (несколько видов ресурсов, например, материальных ресурсов);
- эффективность использования отдельных видов ресурсов;
- на производство отдельных видов продукции, оказываемых услуг или выполненных работ – эффективность использования ресурсного потенциала.

Сложность в определении суммарной оценки всех видов ресурсов заключается в несоизмеримости их различных видов: земельных, трудовых, материальных и др. Теоретическая основа их соизмерения – концепция взаимозаменяемости различных видов ресурсов в процессе производства. Многообразие видов ресурсов создает условия и возможности их частичной взаимозаменяемости. Эти условия реализуются при соответствующем уровне организации производства и особенностях технологических процессов.

На эффективность использования ресурсного потенциала существенное влияние оказывает сложившаяся структура ресурсов производства.

Для объективной оценки эффективности использования ресурсного потенциала с точки зрения отдельных отраслей недостаточно его оценки только со стороны условий производства – необходим двусторонний подход, т. е. с учетом характеристик возможных объемов производства и со стороны доходов предприятий.

Если рассматривать рентабельность не отдельного ресурса, а в целом, тогда формула преобразуется:

$$P_{общ,з} = \frac{\Pi}{ЭР_{общ}} \times \frac{\sum ЭР_i}{ЭР_{общ}} = \sum P = \frac{\Pi}{ЭР_{общ}} \times \frac{ЭР_{общ}}{ЭР_{общ}} = \frac{\Pi}{ЭР_{общ}}. \quad (17)$$

Показатель ресурсоотдачи предлагается определить следующим образом:

$$PO_j = \frac{ЭР_j + \Pi \times \frac{ЭР_j}{ЭР_{общ}}}{ЭР_{ит}}, \quad (18)$$

где PO_i – ресурсоотдача i -го ресурса в исследуемом периоде;

ZP_{ni} – полные затраты на исследуемый ресурс в рассматриваемом периоде, в том числе имущество, приобретенное и находящееся на складе, в незавершенном производстве.

Формула 19 позволяет отразить взаимосвязь ресурсоотдачи и ресурсоемкости при производстве продукции:

$$PO_j = \frac{ZP_j + \Pi \times PE}{ZP_{ит}} . \quad (19)$$

На окупаемость использования ресурсного потенциала предприятия, в том числе крупных интегрированных формирований, влияет комплекс факторов: биоклиматических, технико-технологических, организационных и экономических. В каждом конкретном случае различное их сочетание по-разному влияет на величину результативных показателей. Один из факторов, оказывающих наибольшее влияние на рациональное использование ресурсов по каждому виду в отдельности и соответственно определяющих уровень окупаемости их использования в совокупности, – нормирование. Нормирование ресурсов и управление затратами – основа эффективного использования ресурсного потенциала любого субъекта хозяйствования. Именно в этом и состоит сущность противозатратного подхода современного менеджмента организации.

ПРАКТИЧЕСКИЕ ЗАНЯТИЯ

Тема №1. Оценка эффективности инвестиционных проектов

Оценка инвестиционной привлекательности проекта предполагает использование системы показателей. Это связано с тем, что каждому показателю присущи недостатки, устраняемые в процессе расчета другого показателя, а также с тем, что экономическое содержание каждого показателя неодинаково.

При оценке инвестиционных проектов различают простые (статические) и усложненные (динамические) методы оценки, основанные на теории изменения стоимости денег во времени. Оценка проектов при помощи динамических методов, в отличие от статических, базируется на том, что потоки доходов и расходов с учетом инфляционных процессов, возможности альтернативного инвестирования, необходимости обслуживания капитала, привлекаемого для финансирования, несопоставимы. В связи с этим для объективной оценки необходимо сопоставлять затраты по проекту с доходами, приведенными к их текущей стоимости на момент осуществления затрат, исходя из уровня риска по оцениваемому проекту, то есть доходы должны быть продисконтированы. При экономической оценке инвестиций предлагается использовать систему, состоящую из следующих показателей:

1. Период (срок) окупаемости;
2. Чистый дисконтированный доход;
3. Индекс доходности;
4. Внутренняя ставка доходности проекта;
5. Модифицированная ставка доходности проекта;
6. Ставка доходности финансового менеджмента.

1.1 Период (срок) окупаемости проекта

Период окупаемости – минимальное количество периодов, необходимых для полного возмещения инвестиционных затрат.

Период окупаемости определяется по следующей формуле:

$$T_{\text{ок}} = t + \frac{\text{НДДП}_{n-1}}{\text{ДДП}_n}, \quad (1.1)$$

где $T_{\text{ок}}$ – период (срок) окупаемости, в периодах;

t – число периодов, предшествующих периоду окупаемости, в периодах;

НДДП_{n-1} – невозмещенная стоимость на начало года окупаемости, в ден. ед.;

ДДП_n – приток наличности в течение года окупаемости, в ден. ед.

Пример 1.1

Инвестиционный проект требует вложения в размере 1000 тыс. руб., прогнозируемый поток доходов составит:

1 год – 200 тыс. руб.;

2 год – 500 тыс. руб.;

3 год – 600 тыс. руб.;

4 год – 800 тыс. руб.;

5 год – 900 тыс. руб.

Ставка дисконта – 15%.

Рассмотрим методику расчета простого и дисконтированного периода окупаемости и сведем полученные результаты в таблицу 1.1

1. Рассчитать накопленный денежный поток как алгебраическую сумму затрат и потоков по проекту.
2. Рассчитать дисконтированный денежный поток исходя из ставки дисконтирования и периода возникновения доходов.
3. Рассчитать накопленный дисконтированный доход как алгебраическую сумму дисконтированных затрат и потоков по проекту.
4. Определить простой и дисконтированный период окупаемости по формуле 1.1

Таблица 1.1 – Расчет срока окупаемости инвестиционного проекта

Период	0	1	2	3	4	5
Денежный поток, тыс. руб.	- 1000	200	500	600	800	900
Накопленный денежный поток, тыс. руб.	- 1000	- 800	- 300	300	1100	2000
Дисконтированный денежный поток, тыс. руб.	- 1000	174	378	394	458	447
Накопленный дисконтированный денежный поток, тыс. руб.	- 1000	- 826	- 448	- 54	404	851
Ставка дисконта, %	15	15	15	15	15	15
Простой период окупаемости, лет	$T_{ок} = 2 + \frac{300}{600} = 2,5 \text{ года}$					
Дисконтированный период окупаемости, лет	$T_{ок} = 3 + \frac{54}{458} = 3,1 \text{ года}$					

Интерпретировать показатель срока окупаемости экономической эффективности с позиций каких-либо нормативных требований не представляется возможным. Чем он ниже, тем эффективнее считается проект. В этом качестве его можно рекомендовать для сравнительной оценки эффективности альтернативных проектов. Однако в расчетах игнорируются доходы после предполагаемого срока окупаемости, поэтому данный показатель может рассматриваться как вспомогательный и дающий дополнительную оценку эффективности инвестиций.

Задача 1.1

Инвестиционный проект требует затрат 850 тыс. руб. и обеспечивает следующий потенциальный доход:

- 1 год – 85 тыс. руб.;
- 2 год – 300 тыс. руб.;
- 3 год – 400 тыс. руб.;
- 4 год – 500 тыс. руб.;
- 5 год – 600 тыс. руб.

Ставка дисконта – 12%. Рассчитайте простой и дисконтированный периоды окупаемости инвестиционного проекта

1.2 Чистый дисконтированный доход

Основополагающий принцип оценки эффективности инвестиций выражается в принятии решения о целесообразности тех или иных затрат. Данный принцип отражается в показателе «чистый доход».

Чистый доход – разность между формируемыми результатами реализации проекта - притоками, и затратами и отчислениями – оттоками.

Таким образом, экономический эффект может быть выражен формулой

$$\text{ЧД} = \text{ДП} - \text{З}, \quad (1.2)$$

где ЧД – чистый доход, ден. ед.;

ДП – денежный поток, ден. ед.;

З – инвестиционные затраты, ден. ед.

Для того чтобы учесть неравноценность денежных потоков во времени, показателя чистого дохода следует скорректировать на коэффициенты дисконтирования.

Чистый дисконтированный доход – будущая стоимость чистых доходов, приведенная к их настоящей стоимости, то есть стоимости

через процедуру дисконтирования к начальному шагу расчетного периода.

Формула расчета чистого дисконтированного дохода за расчетный период имеет вид

$$\text{ЧДД} = \sum_{n=0}^t \frac{\text{ДП}}{(1+i)^n} + \sum_{n=0}^t \frac{З}{(1+i)^n}, \quad (1.3)$$

где ЧДД – чистый дисконтированный доход, в ден. ед.;

i – ставка дисконта, в долях;

n – период, в годах.

Если размер чистого дисконтированного дохода за расчетный период характеризуется положительным значением, то проект следует признать эффективным. При рассмотрении нескольких инвестиционных проектов предпочтение отдается проекту с максимальной величиной данного показателя.

Пример 1.2

На основании исходных данных, представленных в примере 1.1, рассчитаем чистый доход и чистый дисконтированный доход:

1. Просуммировать все денежные потоки по проекту.
2. По формуле (1.2) определить чистый доход.
3. Просуммировать дисконтированные потоки по проекту.
4. По формуле (1.3) определить чистый дисконтированный доход

$$\text{ЧД} = 200 + 500 + 600 + 800 + 900 - 1000 = 2000 \text{ тыс. руб.}$$

$$\text{ЧДД} = 174 + 378 + 394 + 458 + 447 - 1000 = 851 \text{ тыс. руб.}$$

Так как чистый дисконтированный доход имеет положительную величину, то его следует признать приемлемым.

Следует отметить, что данный показатель также имеет недостатки, в частности абсолютное значение ЧДД при сравнительном анализе инвестиционных проектов не учитывает объема вложений по каждому варианту. Также на результаты существенно влияет применяемая аналитиками ставка дисконтирования, которая может определяться достаточно субъективно.

Задача 1.2

Исходя из исходных данных задачи 1.1, определить чистый доход и чистый дисконтированный доход проекта.

1.3 Индекс доходности

Индексы доходности характеризуют относительную отдачу на вложенные в проект затраты. В зависимости от содержания учитываемых при этом затрат можно построить индекс доходности инвестиций или индекс доходности всех затрат (текущих и единовременных). Наибольшее распространение на практике получил индекс доходности дисконтированных инвестиций

Индекс доходности дисконтированных инвестиций – отношение суммы приведенных эффектов (из которых вычленены инвестиционные затраты) к приведенной к тому же моменту времени величине инвестиционных затрат

$$\text{ИД}_{\text{ди}} = \sum_{n=0}^t \frac{\text{ДП}}{(1+i)^n} \div \sum_{n=0}^t \frac{З}{(1+i)^n}. \quad (1.4)$$

Индекс доходности показывает величину прироста активов от реализации проекта на единицу инвестиций. Индекс доходности тесно связан с показателем чистого дисконтированного дохода:

- если ЧДД > 0, то $\text{ИД}_{\text{ди}} > 1$ – проект эффективен;
- если ЧДД < 0, то $\text{ИД}_{\text{ди}} < 1$ – проект неэффективен;
- если ЧДД = 0, то $\text{ИД}_{\text{ди}} = 1$ – проект не убыточен, но и не приносит прибыли.

Пример 1.3

Проект А требует инвестирования в сумме 900 тыс. руб., предполагаемый поток доходов следующий:

- 1 год – 300 тыс. руб.;
- 2 год – 400 тыс. руб.;
- 3 год – 600 тыс. руб.

Проект Б требует затрат в сумме 325 тыс. руб. и потенциально обеспечит следующий поток доходов:

- 1 год – 100 тыс. руб.;
- 2 год – 200 тыс. руб.;
- 3 год – 300 тыс. руб.

Ставка дисконтирования равна 10%.

Рассчитаем индекс доходности дисконтированных инвестиций и определим наиболее рентабельный проект.

1. Продисконтируем денежные потоки по проекту А по требуемой ставке и просуммируем их.

2. Рассчитаем индекс доходности дисконтированных инвестиций по проекту А по формуле (1.4).

3. Продисконтируем денежные потоки по проекту Б по требуемой ставке и просуммируем их.

4. Рассчитаем индекс доходности дисконтированных инвестиций по проекту Б по формуле (1.4).

5. Сопоставим индексы доходности дисконтированных инвестиций по проектам А и Б.

$$\text{ИД}_{\text{днА}} = \frac{300}{(1+0,1)^1} + \frac{400}{(1+0,1)^2} + \frac{600}{(1+0,1)^3} \div \frac{900}{(1+0,1)^0} = (273 + 330 + 451) \div 900 = 1,17.$$

$$\text{ИД}_{\text{днБ}} = \frac{100}{(1+0,1)^1} + \frac{200}{(1+0,1)^2} + \frac{300}{(1+0,1)^3} \div \frac{325}{(1+0,1)^0} = (91 + 165 + 225) \div 325 = 1,48.$$

Таким образом, можно сделать вывод о том, что проект А предпочтительнее, так как показатель рентабельности дисконтированных инвестиций у него выше.

Задача 1.3

Организация собирается вложить средства в приобретение технологической линии в размере 60 млн руб. Ожидается, что после пуска линии ежегодные поступления после вычета налогов составят 20 млн руб. Работа оборудования рассчитана на 5 лет. Принятая норма дисконта 12%. Определить индекс доходности дисконтированных инвестиций.

1.4 Внутренняя ставка доходности проекта

Внутренняя ставка доходности проекта характеризует уровень доходности инвестиций, генерируемый конкретным проектом, при условии полного покрытия всех расходов по проекту за счет доходов.

Внутренняя ставка доходности проекта – ставка дисконтирования, приравнивающую сумму приведенных доходов от проекта к величине инвестиций.

Расчет внутренней нормы дохода без финансового калькулятора достаточно трудоемок и производится методом интервалов по следующей формуле:

$$\text{ВСДП} = i_1 + \frac{\text{ЧДД}_1}{(\text{ЧДД}_1 - \text{ЧДД}_2)} \times (i_2 - i_1), \quad (1.5)$$

где ВСДП - внутренняя ставка доходности проекта, в долях;

i_1 – нижняя граница интервала, в долях;

i_2 – верхняя граница интервала, в долях;

ЧДД₁ – величина положительного чистого дисконтированного дохода, в ден. ед.;

ЧДД₂ – величина отрицательного чистого дисконтированного дохода, в ден. ед.

Нижняя граница ставки дисконтирования рассчитывается по следующей формуле:

$$i_1 = \sqrt[n]{\frac{\sum \text{ДП}}{3}} - 1. \quad (1.6)$$

Верхняя граница ставки дисконтирования рассчитывается по следующей формуле:

$$i_2 = \frac{\sum \text{ДП}}{3} - 1. \quad (1.7)$$

Предпочтение отдается проекту, имеющему наибольшую величину внутренней ставки доходности проекта.

Пример 1.4

Затраты по инвестиционному проекту составляют 1200 тыс. руб., предполагаемый поток доходов по годам следующий:

1 год – 50 тыс. руб.;

2 год – 200 тыс. руб.;

3 год – 450 тыс. руб.;

4 год – 500 тыс. руб.;

5 год – 600 тыс. руб.

Рассчитаем внутреннюю ставку доходности проекта методом интервалов.

1. Рассчитаем нижнюю границу интервала по формуле (1.6).
2. Рассчитаем верхнюю границу интервала по формуле (1.7)
3. Рассчитаем чистый дисконтированный доход, в качестве ставки дисконтирования используя нижнюю границу интервала.
4. Рассчитаем чистый дисконтированный доход, в качестве ставки дисконтирования используя верхнюю границу интервала.
5. Подставив полученные результаты, рассчитаем внутреннюю ставку доходности проекта по формуле (1.5).

$$i_1 = \sqrt[5]{\frac{50 + 200 + 450 + 500 + 600}{1200}} - 1 = \sqrt[5]{1,5} - 1 = 0,08;$$

$$i_2 = \frac{50 + 200 + 450 + 500 + 600}{1200} - 1 = 1,5 - 1 = 0,5;$$

$$\text{ЧДД}_1 = 46,3 + 171,4 + 357,3 + 367,5 + 408,6 - 1200 = 151,1 \text{ тыс. руб.};$$

$$\text{ЧДД}_2 = 33,3 + 88,9 + 133,3 + 98,8 + 79 - 1200 = -766,7 \text{ тыс. руб.};$$

$$\text{ВСДП} = 0,08 + \frac{151,1}{(151,1 - 766,7)} \times (0,5 - 0,08) = 0,149 = 14,9\%.$$

Задача 1.4

Стоимость проекта «Селигер» составляет 1800 млн руб., предполагаемый доход в течение 7 лет составляет 350 млн руб. ежегодно. Рассчитать внутреннюю ставку доходности проекта.

1.5 Модифицированная внутренняя норма доходности

Модифицированная ставка доходности позволяет устранить недостаток внутренней ставки доходности, который возникает в случае неоднократного оттока денежных средств. Если затраты по проекту осуществляются в течение нескольких лет, то временно свободные средства, которые инвестор должен будет вложить в проект в будущем, можно инвестировать в другой второстепенный проект по безопасной ликвидной ставке. Величина безопасной ликвидной ставки определяется на основе анализа финансового рынка, например, уровень дохода по облигациям государственного займа или доходность годового срочного вклада Сбербанка России, однако в каждом конкретном случае аналитик определяет ее индивидуально, но, как правило, ее уровень относительно невысок.

Пример 1.5

Затраты по проекту составляют:

1 год – 750 тыс. руб.;

2 год – 750 тыс. руб.

Предполагаемый поток доходов по годам:

2 год – 400 тыс. руб.;

3 год – 500 тыс. руб.;

4 год – 700 тыс. руб.;

5 год – 600 тыс. руб.

Ставка по срочным вкладам продолжительностью 1 год Сбербанка России 4%.

Рассмотрим порядок расчета модифицированной нормы доходности проекта.

1. Определим величину безопасной ликвидной ставки доходности;
2. Продисконтируем затраты по проекту, распределенные по годам по безопасной ликвидной ставке;
3. Составляем модифицированный денежный поток;
4. Рассчитываем модифицированную ставку доходности проекта аналогично расчету внутренней ставки доходности (*Пример 1.4*), но на основе модифицированного денежного потока.

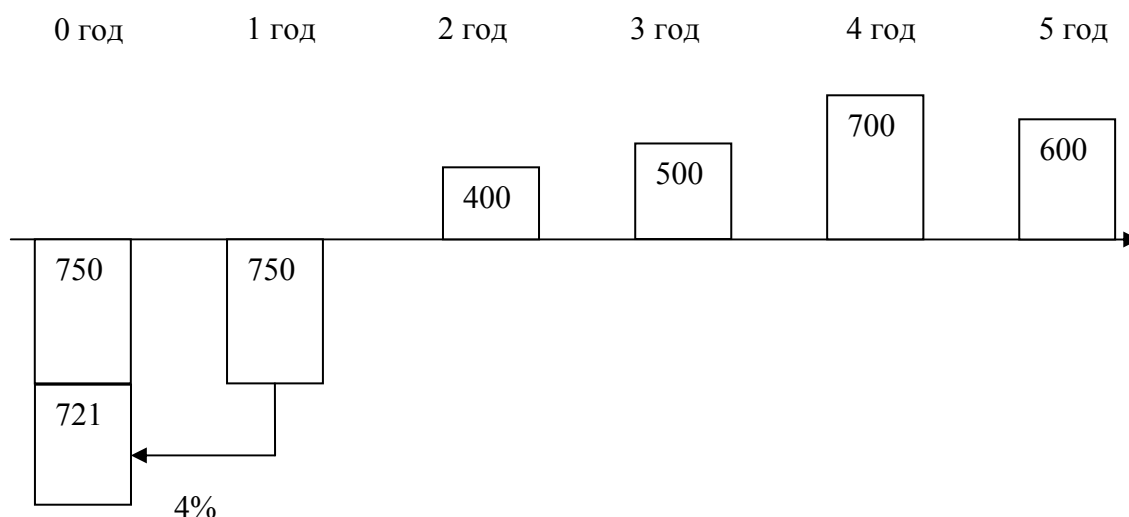


Рисунок 1.1 – Модификация денежного потока по безопасной ликвидной ставке

Модифицированный денежный поток будет иметь следующий вид (Таблица 1.2).

Таблица 1.2 - Модификация денежного потока по безопасной ликвидной ставке

Период	0	1	2	3	4	5
Денежный поток, тыс. руб.	- 750	- 750	400	500	700	600
Модифицированный денежный поток, тыс. руб.	- 1471	-	400	500	700	600

Дальнейший расчет осуществляется так же, как расчет внутренней ставки доходности проекта.

Задача 1.5

Затраты по проекту «Антей» составляют 2000 млн руб., ожидаемый доход в течение 7 лет по 400 млн руб. ежегодно. Инвестиции осуществляются в течении трех лет и составляют 30%, 50% и 20% соответственно от стоимости проекта. Сбербанк предлагает 6% годовых по срочным вкладам продолжительностью 1 год. Рассчитать модифицированную ставку доходности проекта.

1.6 Ставка доходности финансового менеджмента

Для более эффективного использования доходов от реализации инвестиционного проекта, временно свободные средства, предназначенные для основного проекта, могут быть инвестированы в новые проекты. При этом возможна множественность ставок доходности вложений. Финансовый менеджер может рассчитать среднюю, или «круговую», ставку доходности будущих инвестиций.

Пример 1.6

Рассчитаем ставку доходности финансового менеджмента по исходным данным Примера 1.5. «Круговая» ставка доходности 8%.

1. Определяется безопасная ликвидная ставка доходности;
2. Рассчитывается сумма затрат по инвестиционному проекту, продисконтированных по безопасной ликвидной ставке;
3. Определяется «круговая» ставка доходности;
4. Рассчитывается суммарная будущая стоимость доходов от анализируемого инвестиционного проекта, накопленных по «круговой» ставке доходности;
5. Составляется модифицированный денежный поток;
6. Рассчитывается ставка доходности финансового менеджмента по схеме расчета внутренней ставки доходности инвестиционного проекта на основе модифицированного денежного потока.

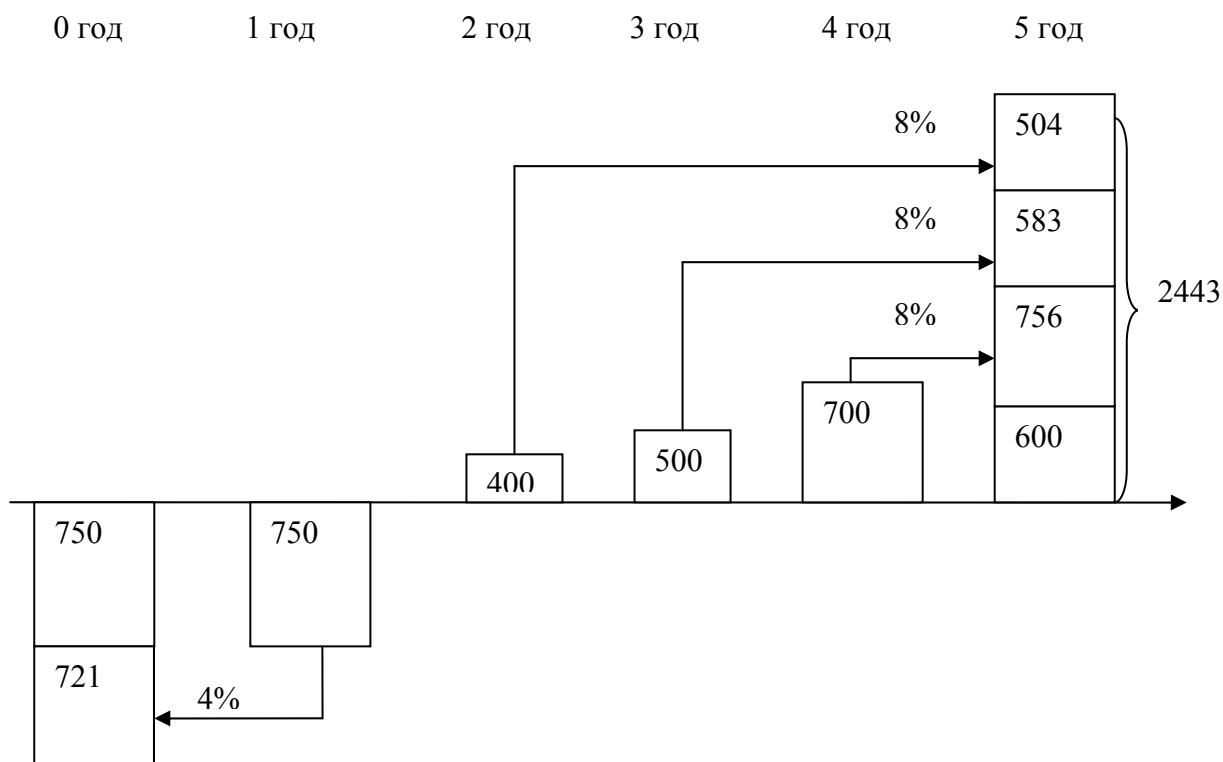


Рисунок 1.2 – Модификация денежного потока по «круговой» ставке доходности

Модифицированный денежный поток будет иметь следующий вид (Таблица 1.3).

Таблица 1.3 - Модификация денежного потока по «круговой» ставке доходности

Период	0	1	2	3	4	5
Денежный поток, тыс. руб.	- 750	- 750	400	500	700	600
Модифицированный денежный поток, тыс. руб.	- 1471	-	-	-	-	2443

Дальнейший расчет осуществляется так же, как расчет внутренней ставки доходности проекта.

Задача 1.6

Рассчитать ставку доходности по проекту «Дон», затраты по которому в течение двух лет составят по 1800 млн руб. ежегодно. Предполагаемый поток доходов:

1 год – 600 млн руб.;

- 2 год – 1000 млн руб.;
- 3 год – 1500 млн руб.;
- 4 год – 2000 млн руб.

Доходность годового срочного вклада 5% годовых. Доходность по проектам, уже осуществленным инвестором, составила 15%. Изменение инвестиционного климата снизит доходность на 3%.

Самостоятельная работа по теме №1 «Оценка эффективности инвестиционных проектов» (2 часа)

Задания для самостоятельной работы:

1. Кредитная политика банка «Центр-инвест» ограничивает срок возврата кредита, предоставляемого для финансирования инвестиционных проектов, 3 годами. Определить, будет ли выдан кредит кирпичного завода стоимостью 1300 млн руб., если поток доходов составит 500 млн руб. ежегодно, ставка дисконта 8%.

2. Рассчитать чистую текущую стоимость дохода проекта «Север». Стоимость проекта – 2450 млн руб., поток доходов: первый год – 100 млн руб., второй – 550 млн руб., третий год – 800 млн руб., четвертый год – 1200 млн руб., пятый год – 1500 млн руб., ставка дисконта 10%.

3. Рассчитать модифицированную ставку доходности проекта «Калуга» стоимостью 2500 млн руб. Прогнозный поток доходов составит: в первый год – 350 млн руб., второй – 700 млн руб., третий – 1000 млн руб., четвертый – 1200 млн руб. Инвестиции осуществляются в течение двух лет по 50% от стоимости проекта. Сберегательный банк предлагает 4% годовых по срочным вкладам продолжительностью 1 год.

4. Рассчитать ставку доходности инвестиционного проекта стоимостью 1400 млн руб., если в первый год эксплуатации он принесет убыток в сумме 200 млн руб., в последующие 5 лет ежегодный доход составит 350 млн руб., ставка дисконта 6%.

5. У компании имеются два проекта А и Б. Ожидаемые денежные поступления по проектам представлены в таблице 1.4 (руб.):

Таблица 1.4 – Исходные данные для задачи

Год	Проект А	Проект Б
0	– 155000	– 155000
1	35000	30000
2	35000	40000
3	65000	55000
4	45000	70000

Альтернативные издержки составляют 10%.

Найти чистый дисконтированный доход по каждому проекту и внутреннюю норму доходности.

6. Для реализации проекта необходимы инвестиции в объеме 1400 тыс. руб. в нулевом году. Ожидается, что новый проект будет приносить по 150 тыс. руб. с первого по четвертый год и по 450 тыс. руб. с пятого по восьмой год. Норма прибыли — 13%.

Найти чистый дисконтированный доход и период окупаемости проекта.

7. Проект характеризуется следующими денежными потоками (таблица 1.5):

Таблица 1.5 – Исходные данные для задачи

Годы	0	1	2	3	4
Денежный поток, тыс. руб.	– 140	35	30	55	45

Требуемая доходность 12%. Найти период окупаемости и дисконтированный период окупаемости.

8. Проект имеет издержки в 285 000 руб., а ожидаемые денежные поступления составляют 75 000 руб. в год в течение 6 лет. Инвестиции осуществляются в течение 3 лет и составят по годам 20%, 40%, 40% от стоимости проекта. Сберегательный банк предлагает 6% годовых по срочным вкладам продолжительностью 1 год. Средняя доходность по уже осуществленным инвестором проектам составляла 18%, изменение инвестиционного климата в ближайшие 3 года увеличит доходность на 2 процентных пункта. Рассчитать ставку доходности финансового менеджмента.

9. Проект имеет издержки в 295 000 руб., а ожидаемые денежные поступления составляют 55 000 руб. в год в течение 8 лет. Альтернативная доходность равна 10%. Найти индекс доходности проекта.

10. Проект характеризуется следующими денежными потоками (Таблица 1.6):

Таблица 1.6 – Исходные данные для задачи

Годы	0	1	2	3	4
Денежный поток, тыс. руб.	– 110	25	50	75	45

Требуемая доходность 16%. Найти период окупаемости и период дисконтированной окупаемости.

11. У компании имеются два проекта А и Б. Ожидаемые денежные поступления по проектам представлены в таблице 1.7 (руб.):

Таблица 1.7 – Исходные данные для задачи

Год	Проект А	Проект Б
0	-155000	-195000
1	25000	40000
2	35000	80000
3	75000	55000

Альтернативные издержки составляют 11%.

Найти чистый дисконтированный доход по каждому проекту и внутреннюю норму доходности.

12. Затраты по проекту «Омега» 800 млн руб. распределены равномерно на два года, доходы: первый год – 200 млн руб., второй – 350 млн руб., третий – 400 млн руб., четвертый – 500 млн руб. Найти модифицированную ставку доходности проекта, если безопасная ликвидная ставка составляет 3%.

13. Затраты по проекту «Альфа» 2100 млн.руб., доходы в течение пяти лет – ежегодно 600 млн руб., ставка дисконта 8%. Определить индекс рентабельности и дисконтированный период окупаемости проекта.

14. Предприятие рассматривает инвестиционный проект, который предполагает единовременные капитальные вложения в сумме 45 млн руб. Денежные поступления предусматриваются в течение четырех лет в следующих размерах: 12 млн руб., 15 млн руб., 18 млн руб., 18 млн руб. Нижняя граница ставки дисконтирования – 10%, верхняя граница – 15%. Найти значение внутренней нормы доходности.

15. Для реализации проекта необходимы инвестиции в объеме 1250 тыс. руб. в нулевом году. Ожидается, что новый проект будет приносить по 150 тыс. руб. с первого по четвертый год и по 400 тыс. руб с пятого по восьмой год. Норма прибыли — 12%. Найти чистый дисконтированный доход и простой период окупаемости проекта.

16. Проект имеет издержки в 300 000 руб., а ожидаемые денежные поступления составляют 65 000 руб. в год в течение 8 лет. Инвестиции осуществляются в течение трех лет и составят по годам 30%, 30%, 40% от стоимости проекта. Сберегательный банк предлагает 5% годовых по срочным вкладам продолжительностью 1 год. Средняя доходность по уже осуществленным инвестором проектам составляла 15%. Рассчитать ставку доходности финансового менеджмента.

Тема №2. Анализ финансовых инвестиций

Тема «Анализ финансовых инвестиций» предлагается для самостоятельного изучения и повторения, так как повторяет программу курса «Рынок ценных бумаг».

Задачи для самостоятельного выполнения:

1. Ссуда выдается на полгода по простой учетной ставке, равной 8%. Заемщик должен возратить 10 тыс. руб. Определить сумму, полученную заемщиком, и величину дисконта.

2. Вексель выдан на сумму 20 тыс. руб. со сроком уплаты 30.11. Владелец векселя учел его в банке 10.10 по учетной ставке 7%. Определить величину суммы, выданной владельцу векселя, и величину дисконта при $K = 360$.

3. Обязательство уплатить через 100 дней 20 тыс. руб. с процентами (исходя из ставки 50% годовых и $K_t = 365$) учтено в банке за 40 дней до наступления срока уплаты по учетной ставке 7% ($K_d = 360$). Определить сумму, полученную владельцем обязательства при его учете.

4. Ссуда в размере 10 тыс. руб. выдается по учетной ставке 8%. Определить срок уплаты в годах, если заемщик хочет получить 9,5 тыс. руб.

5. При выдаче ссуды в размере 15 тыс. руб. по учетной ставке 10% заемщику выдано 14 тыс. руб. Определить срок ссуды в днях при $K = 360$.

6. При учете векселя на сумму 10 тыс. руб., до срока оплаты которого осталось 100 дней, владельцу векселя выплачена сумма 9,8 тыс. руб. Определить учетную ставку, принятую при учете векселя, для $K = 360$.

7. Вексель на сумму 13 тыс. руб. учитывается банком по учетной ставке 7%. Определить в годах период обращения векселя с

момента учета до даты погашения, если владелец хочет получить в результате учета 12 тыс. руб.

8. При выдаче ссуды должна быть обеспечена реальная доходность операции, определяющаяся учетной ставкой 8% годовых. Ссуда выдается на полгода, за которые предполагаемый индекс инфляции составит 1,5. Определить значение учетной ставки, компенсирующей потери от инфляции.

9. Ссуда выдается по простой учетной ставке, равной 7%. Заемщик должен через 288 дней возратить 20 тыс. руб. Определить при годовом уровне инфляции 40% и $K = 366$ дней:

- а) учетную ставку, компенсирующую потери от инфляции;
- б) выдаваемую сумму;
- в) величину дисконта.

10. Вексель учтен в банке за 62 дня до срока погашения. Определить значение учетной ставки, обеспечивающее доходность банку на уровне учетной ставки 7% годовых, если известно, что годовой уровень инфляции составляет 35% ($K = 360$ дней).

11. Определить курс облигаций номиналом 1000 руб., если они продаются по цене 980 руб.

12. Определить цену облигаций номиналом 1000 руб., если их курс равен 96%.

13. ГКО номиналом 5 тыс. руб. продаются по курсу 97,5%. Определить общую сумму дохода от покупки 10 ГКО со сроком погашения, равным полгода, и доходность покупки по ставкам простых и сложных процентов.

14. 10 облигаций номиналом 1000 руб., выпущенных на 10 лет, приобретены по курсу 98%. Проценты на облигации выплачиваются в конце срока по ставке 8% годовых. Определить общий доход от облигаций и доходность покупки.

15. Инвестор приобрел облигацию (номинал 1000 руб.) с переменным купоном по курсу 108,15%, а спустя 7 календарных дней продал за 114,86%. Определить размер налога на прибыль (ставка налога 20%), полученную в результате этих операций, если величина купонного дохода 97,12% годовых. (Разница между ценой продажи и покупки в пределах накопленного купонного дохода налогом не облагается.) Число дней в году 365. Все цены приведены с учетом накопленного купонного дохода.

16. Инвестиционная компания, котирующая облигации государственного займа, установила «чистую цену» продажи облигаций

(без учета накопленного купонного дохода), которая превышала номинальную на определенное число процентов. Через некоторое время компания уменьшила цену от первоначальной на то же число процентов, в результате цена продажи стала равна 99%. Чему была равна первоначальная цена продажи?

17. Прирост накопленного купонного дохода по ОФЗ-ПК серии «А» за несколько дней составил 105 000 руб. ОФЗ-ПК серии «В» для аналогичного прироста накопленного купонного дохода потребовалось на 2 дня больше. При этом ежедневный прирост накопленного купонного дохода у облигаций серии «В» на 6000 руб. меньше, чем у облигаций серии «А». Определить величину текущего купонного дохода у облигаций серии «В».

18. Сертификат номинальной стоимостью 20 000 руб. выдан на 250 дней с погашением по 35 000 руб. Определить доходность покупки сертификата в виде простой ставки ссудного процента ($K = 365$).

19. Облигация номиналом 10 000 руб., выпущенная на 5 лет, приобретена по курсу 120%. Рассчитать доход по облигации, если на нее начисляются проценты по ставке 180% годовых в конце срока, а также доходность покупки облигации в виде эффективной ставки сложных процентов.

20. Инвестор владеет облигацией, номинальная стоимость которой равна 1000 руб., а срок до погашения — 3 года. Ежегодные процентные платежи по ней составляют 75 руб., первый будет сделан через год. Текущий курс облигации составляет 975,48 руб., приемлемая учетная ставка равна 10%. Стоит ли инвестору держать эту облигацию или лучше продать?

21. Брокер посоветовал клиенту купить облигацию сроком 10 лет, имеющую номинальную цену 10 000 руб. и 8% ежегодных процентных платежей. Приемлемая учетная ставка составляет 9%, первая выплата процентов через год. Если текущий курс продажи этой облигации равен 8560 руб., стоит ли клиенту следовать совету брокера?

22. Цена облигации 8785,07 руб. Ее срок до погашения 4 года, номинальная стоимость 10 000 руб., купонная ставка 8%. Следующая ежегодная выплата будет через год. Приемлемая учетная ставка для инвестиций с таким риском составляет 10%. Вычислить истинную стоимость облигации. Стоит ли клиенту покупать эту облигацию?

23. При выпуске акций номиналом 1000 руб. объявлено, что величина дивидендов на привилегированные акции будет равна 25%

годовых, а их стоимость, по оценкам, каждый год будет возрастать на 10% по отношению к номиналу. Определить ожидаемый доход от покупки по номиналу и последующей продажи через пять лет 10 привилегированных акций, если дивиденды предполагается реинвестировать по ставке 8% годовых, а также доходность покупки таких акций.

24. В рекламном объявлении акционерного общества говорится, что за прошедший год дивиденды на простые акции общества номиналом 1000 руб. выросли с 10 до 20%, а их курс — с 105 до 115%. Определить ожидаемый доход от покупки и ожидаемую доходность покупки такой акции с ее последующей продажей через 2 года, если считать, что указанная тенденция в течение этого срока сохранится, а доходы от дивидендов реинвестироваться не будут.

25. Инвестор продал акцию со скидкой 10% по сравнению с первоначально назначенной ценой и обеспечил при этом доходность в размере 8%. Какую доходность обеспечил бы инвестор, если бы продал акцию по первоначальной цене?

26. При выпуске акций номиналом 1000 руб. объявленная величина дивидендов равна 125% годовых, а их стоимость, по оценкам, будет ежегодно возрастать на 10% по отношению к номиналу. Определите ожидаемый доход от покупки по номиналу и последующей продажи через 3 года 20 таких акций. Рассчитать доходность акций в виде эффективной ставки сложных процентов.

27. Рассчитать курс и рыночную стоимость акций. Данные для расчета: номинальная стоимость акции 1000 руб., дивиденд — 100%, ссудный процент — 80%.

28. Компания выпустила привилегированные акции с уровнем дивидендов 12% на акцию. Уровень дивидендов фиксирован, акция имеет неограниченный срок обращения. Какова внутренняя стоимость акции при ставке дисконтирования 15%?

29. Компания в настоящий момент выплачивает дивиденды в размере 4 руб. на акцию. Ожидается, что дивиденды будут все время расти на 4% в год. Цена с аналогичным уровнем риска в настоящий момент такова, что обеспечивает 12% ожидаемой доходности. Какова внутренняя стоимость акций компании?

30. Акции компании продаются по 53 руб. за акцию. Ожидается, что дивиденд будет расти с темпом 6% в год. Компания только что выплатила дивиденды в сумме 3 руб. на акцию. Вычислить внутреннюю ставку доходности.

31. В этом году акции компании дают дивиденд 6 руб. на акцию. В следующем году дивиденд ожидается таким же, а через год он возрастет на 7%, затем будет расти с темпом 4% в год. Цена акции с аналогичным процентом риска в настоящий момент такова, что обеспечивает 10%-ную ожидаемую доходность. Какова внутренняя стоимость акций компании?

32. В последнее время компания платила дивиденды в размере 2 руб. на акцию. В течение четырех последующих лет ожидается рост дивиденда на 1 руб. ежегодно, после этого дивиденд будет расти с темпом 5% в год. Требуемая ставка доходности акций с аналогичным уровнем риска в настоящий момент равна 12%. Какова внутренняя стоимость акций компании?

33. В конце дня контрагенты заключили контракт на поставку акций по фьючерсной цене 1500 руб. Обе стороны внесли на маржевый счет начальную маржу в размере 100 руб. Нижний уровень маржи по данному контракту составляет 70 руб. На следующий день текущая цена на акции достигла 1550 руб. Кому из агентов (продавцу или покупателю) придется довносить варьирующую маржу и в каком размере?

34. Фермер продает 10 фьючерсных контрактов на 5000 кг кукурузы. Контрактная цена 1 кг кукурузы составляет 2 доллара за 1 кг. Он вносит на депозит 5000 долларов в качестве первоначальной маржи. Если цена кукурузы поднимется до 2,20 долларов за килограмм, то какая сумма будет на маржевом счете фермера? Что произойдет, если цена 1 кг кукурузы упадет до 1,8 долларов?

35. Хеджер только что купил 4 сентябрьских фьючерсных контракта на 5000 кг кукурузы, каждый по 1,75 долларов за кг. Первоначальная маржа составляет 3%. Поддерживающая маржа равна 80% первоначальной. Какую сумму первоначальной маржи должен внести хеджер? Если сентябрьская цена кукурузы поднимется до 1,85 долларов, то какая сумма будет на счете хеджера? Если сентябрьская цена кукурузы упадет до 1,7 долларов, то какая сумма будет на счете хеджера?

36. Инвестор (продавец) выписывает 2 опциона колл (1 опцион = 100 акций). Премия 10 долларов, цена исполнения 70 долларов. Текущий курс акций 73 долларов. В качестве обязательного платежа расчетная палата требует внести 35% от стоимости акций. Определить величину первоначальной маржи, которую должен внести продавец опционов в расчетную палату на свой маржевый счет.

Для решения предлагаемых задач рекомендуется использовать учебное пособие «Финансовая математика ценных бумаг» А.Н. Никулин, И.В. Карпухин. – Ульяновск : УлГТУ, 2011. – 87 с.

Тема №3 Формирование оптимального инвестиционного портфеля

3.1 Распределение вероятностей и ожидаемая доходность актива

Распределение вероятностей – множество возможных исходов событий с указанием вероятности появления каждого из них.

Ожидаемая доходность – наиболее вероятная величина доходности.

Если число исходов событий конечно, то имеет место дискретное распределение вероятностей; в этом случае ожидаемая доходность будет рассчитываться по формуле

$$\bar{a} = \sum_{i=1}^n (a_i \times p_i), \quad (3.1)$$

где \bar{a} – ожидаемая доходность актива, %;

a_i – возможный i -й исход события;

p_i – вероятность возможного i -го исхода события;

n – число возможных исходов.

Пример 3.1

Эксперты оценили доходность альтернативных инвестиционных проектов, которые могут реализованы в течение следующего года (таблица 3.1):

Таблица 3.1 – Распределение доходностей инвестиционных проектов А и Б

Возможные состояния экономики	Вероятность, %	Доходность инвестиционных проектов, %	
		Проект А	Проект Б
Резкий спад	5	– 3	– 2
Спад	20	6	9
Стагнация	50	11	12
Рост	20	14	15
Резкий рост	5	19	26

Выбрать наиболее предпочтительный инвестиционный проект с точки зрения их ожидаемой доходности.

Рассчитаем ожидаемую доходность инвестиционных проектов и выберем наиболее предпочтительный:

1. Рассчитаем ожидаемую доходность проекта А по формуле (3.1).

2. Рассчитаем ожидаемую доходность проекта Б по формуле (3.1).

3. Выберем наиболее предпочтительный проект с наибольшей ожидаемой доходностью.

$$\bar{a}_{\text{проект А}} = (-3 \times 0,05) + (6 \times 0,2) + (11 \times 0,5) + (14 \times 0,2) + (19 \times 0,05) = 10,3\%,$$

$$\bar{a}_{\text{проект Б}} = (-2 \times 0,05) + (9 \times 0,2) + (12 \times 0,5) + (15 \times 0,2) + (26 \times 0,05) = 12\%.$$

Исходя из проведенных расчетов, наиболее предпочтительным является проект Б, так как его ожидаемая доходность выше.

Задача 3.1

Известны значения доходности акций компании за прошедшие 10 лет (таблица 3.2).

Таблица 3.2 – Исходные данные для расчета

Годы	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Доходность,%	10	12	18	10	18	12	12	10	18	12	?

Определить ожидаемую доходность акций в 2013 году?

3.2 Показатели, характеризующие риск отдельных активов

Дисперсия – мера разброса возможных исходов событий (результатов событий) относительно ожидаемого значения. С математической точки зрения дисперсия – сумма квадратов отклонений от наиболее ожидаемого значения, взвешенная на вероятность каждого отклонения. Чем больше значение дисперсии, тем больше вероятность отклонения фактического отклонения от ожидаемого, а, следовательно, риск инвестирования в актив.

Дисперсия доходности актива рассчитывается по следующей формуле:

$$\delta^2 = \sum_{i=1}^n (a_i - \bar{a})^2 \times p_i, \quad (3.2)$$

где δ^2 – дисперсия доходности актива.

Стандартное отклонение (среднеквадратическое отклонение) – квадратный корень из дисперсии:

$$\delta = \sqrt{\delta^2}. \quad (3.3)$$

Ковариация – статистическая мера взаимодействия двух случайных переменных, то есть это мера того, насколько две случайные переменные, такие, например, как доходности двух ценных бумаг i и j , зависят друг от друга. Положительное значение ковариации показывает, что доходности этих ценных бумаг имеют тенденцию изменяться в одну сторону, например лучшая, чем ожидаемая, доходность одной из ценных бумаг должна, вероятно, повлечь за собой лучшую, чем ожидаемая, доходность другой ценной бумаги. Отрицательная ковариация показывает, что доходности имеют тенденцию компенсировать друг друга, например лучшая, чем ожидаемая, доходность одной ценной бумаги сопровождается, как правило, худшей, чем ожидаемая, доходностью другой ценной бумаги. Относительно небольшое или нулевое значение ковариации, показывает, что связь между доходностью этих ценных бумаг слаба либо отсутствует вообще.

Ковариация может рассчитываться по одной из следующих формул:

$$\text{Cov}_{A,B} = \sum_{i=1}^n (a_{Ai} - \bar{a}_A) \times (a_{Bi} - \bar{a}_B) \times p_i \quad (3.4)$$

или

$$\text{Cov}_{A,B} = r_{A,B} \times \delta_A \times \delta_B, \quad (3.5)$$

где $\text{Cov}_{A,B}$ – ковариация между активами А и Б;

$r_{A,B}$ – коэффициент корреляции между активами А и Б.

Корреляция – относительная статистическая мера направления и силы взаимосвязи двух переменных.

Коэффициент корреляции всегда лежит в интервале между -1 и +1. Если он равен -1, то это означает полную отрицательную корреляцию, если +1, то полную положительную корреляцию. И в большинстве случаев он находится между этими двумя экстремальными значениями. Коэффициент корреляции рассчитывается исходя из формулы (3.6)

$$r_{A,B} = \frac{\text{Cov}_{A,B}}{\delta_A \times \delta_B}. \quad (3.6)$$

Пример 3.2

Рассчитать дисперсию и стандартное отклонение, исходя из данных примера 3.1, определить на основании рассчитанных параметров проект с более низкой вероятностью риска

1. Рассчитать дисперсию доходности актива А по формуле (3.2).
2. Рассчитать дисперсию доходности актива Б по формуле (3.2).
3. Рассчитать стандартное отклонение доходности актива А по формуле (3.3).
4. Рассчитать стандартное отклонение доходности актива Б по формуле (3.3).

$$\delta^2_A = (-3 - 10,3)^2 \times 0,05 + (6 - 10,3)^2 \times 0,2 + (11 - 10,3)^2 \times 0,5 + (14 - 10,3)^2 \times 0,2 + (19 - 10,3)^2 \times 0,05 = 19,31,$$

$$\delta^2_B = (-2 - 12)^2 \times 0,05 + (9 - 12)^2 \times 0,2 + (12 - 12)^2 \times 0,5 + (15 - 12)^2 \times 0,2 + (26 - 12)^2 \times 0,05 = 23,2,$$

$$\delta_A = \sqrt{19,31} = 4,39,$$

$$\delta_B = \sqrt{23,2} = 4,82.$$

Проект Б имеет более низкую степень риска, так как имеет более низкие значения показателей дисперсии и стандартного отклонения.

Задача 3.2

Пусть рынок может находиться в одном из трех состояний: I, II, III. Известны вероятности этих состояний и доходности трех активов в процентах (таблица 3.3)

Таблица 3.3 – Исходные данные для задачи 3.2

Состояние	Вероятность, %	Доходность первого актива	Доходность второго актива	Доходность третьего актива
I	30	30	40	- 10
II	50	20	10	10
III	20	10	- 30	20

Рассчитать дисперсию и стандартное отклонение доходности активов.

Пример 3.3

На основании спрогнозированных величин ожидаемых доходностей активов А и Б рассчитать коэффициент корреляции и ковариацию (таблица 3.4)

Таблица 3.4 – Исходные данные для примера 3.3

Вероятность, %	10	20	40	20	10
Доходность актива А, %	14	12	10	8	6
Доходность актива Б, %	6	8	10	12	14

Рассмотрим методику определения коэффициентов корреляции и ковариации

1. Определим ожидаемую доходность актива А по формуле (3.1).

2. Определим ожидаемую доходность актива Б по формуле (3.1).

3. Рассчитаем стандартное отклонение доходности актива А по формуле (3.3).

4. Рассчитаем стандартное отклонение доходности актива Б по формуле (3.3).

5. Рассчитаем ковариацию по формуле (3.4).

6. Рассчитаем корреляцию по формуле (3.6).

$$\bar{a}_A = 14 \times 0,1 + 12 \times 0,2 + 10 \times 0,4 + 8 \times 0,2 + 6 \times 0,1 = 10\%,$$

$$\bar{a}_B = 6 \times 0,1 + 8 \times 0,2 + 10 \times 0,4 + 12 \times 0,2 + 14 \times 0,1 = 10\%,$$

$$\delta_A = \sqrt{(14 - 10)^2 \times 0,1 + (12 - 10)^2 \times 0,2 + (10 - 10)^2 \times 0,4 + (8 - 10)^2 \times 0,2 + (6 - 10)^2 \times 0,1} = 2,2,$$

$$\delta_B = \sqrt{(6 - 10)^2 \times 0,1 + (8 - 10)^2 \times 0,2 + (10 - 10)^2 \times 0,4 + (12 - 10)^2 \times 0,2 + (14 - 10)^2 \times 0,1} = 2,2,$$

$$\text{Cov}_{A,B} = (14 - 10)(6 - 10) \times 0,1 + (12 - 10)(8 - 10) \times 0,2 + (10 - 10)(10 - 10) \times 0,4 +$$

$$+ (8 - 10)(12 - 10) \times 0,2 + (6 - 10)(14 - 10) \times 0,1 = -4,8,$$

$$r_{A,B} = \frac{-4,8}{2,2 \times 2,2} = -1.$$

В данном примере мы имеем дело с идеальным случаем: если доходность актива А увеличивается, то доходность актива Б снижается и наоборот, если доходность актива А снижается, то доходность актива Б увеличивается.

3.3 Риск и доходность инвестиционного портфеля

Инвестиционный портфель – набор инвестиций в ценные бумаги, обращающиеся на финансовом рынке.

Ожидаемая доходность портфеля рассчитывается по следующей формуле:

$$\bar{a}_p = \sum_{i=1}^n (x_i \times \bar{a}_i), \quad (3.7)$$

где \bar{a}_p – ожидаемая доходность инвестиционного портфеля, в процентах;

x_i – удельный вес i -го актива в структуре инвестиционного портфеля, в долях;

\bar{a}_i – ожидаемая доходность i -го актива, в процентах;

n – число активов в портфеле

Пример 3.4

Необходимо определить ожидаемую доходность портфеля, если ожидаемая доходность акций А, образующих 40% портфеля, составляет 10%, а доходность акций Б, образующий остальную часть портфеля, составляет 20%.

$$\bar{a}_p = 0,4 \times 10\% + 0,6 \times 20\% = 16\%$$

Риск портфеля измеряется при помощи показателей дисперсии, ковариации и корреляции:

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^n (a_{pi} - \bar{a}_p)^2 \times p_i, \quad (3.8)$$

где δ_p^2 - дисперсия доходности инвестиционного портфеля;

δ - стандартное отклонение доходности портфеля;

a_{pi} - ожидаемая доходность портфеля при i -м состоянии экономики;

\bar{a}_p - ожидаемая доходность портфеля;

p_i – вероятность наступления i -го исхода события;

n – число возможных исходов событий;

Для измерения риска портфеля, состоящего из нескольких активов, используется следующая формула:

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^n x_i^2 \times \delta_i^2 + \sum_{i=1}^n x_i \times x_j \times \delta_i \times \delta_j \times r_{ij} \quad (3.9)$$

или

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^n x_i^2 \times \delta_i^2 + \sum_{i=1}^n x_i \times x_j \times \text{cov}_{ij}. \quad (3.10)$$

Пример 3.5

Необходимо вложить капитал в ценные бумаги А и Б, известно, что ожидаемая доходность ценных бумаг А – 10%, ценных бумаг Б – 20%. Среднеквадратическое отклонение ценных бумаг А – 10%, ценных бумаг Б – 20%. Корреляция между доходностью ценных бумаг

равна 1. Определить среднеквадратическое отклонение портфеля, если в структуре портфеля 75% занимают ценные бумаги А.

Для выполнения задачи:

1. Определим ожидаемую доходность портфеля по формуле (3.7).
2. Определим среднеквадратическое отклонение по формулам (3.9) и (3.3).

$$\bar{a}_p = 0,75 \times 10\% + 0,25 \times 20\% = 12,5\%$$

$$\delta^2 = \sqrt{0,75^2 \times 10^2 + 0,25 \times 20^2 + 2 \times 0,75 \times 0,25 \times 10 \times 20 \times 1} = \sqrt{156,25} = 12,5.$$

Задачи для самостоятельного выполнения:

1. Рассчитать коэффициент вариации доходности по данным, приведенным в таблице 3.5

Таблица 3.5 – Исходные данные

Вероятность наступления события	Доходность инвестиций, %	
	Проект 1	Проект 2
0,1	9,0	18
0,35	-0,2	5
0,25	15	8
0,3	5	1

2. На основании экспертных оценок распределения вероятностей доходности акций А и В, (таблица 3.6) определить коэффициент корреляции между доходностью этих акций.

Таблица 3.6 - Исходные данные

Вероятность	Доходность акций А, %	Доходность акций В, %
0,1	15	16
0,6	8	4
0,4	11	12

3. Ожидаемая доходность ценной бумаги А 10%, ценной бумаги В 15%, среднеквадратическое отклонение доходности ценной бумаги А 8%, для ценной бумаги В 10%. Коэффициент корреляции равен 0. Рассчитать доходность и среднеквадратическое отклонение портфеля. Удельный вес акций В 20%.

4. Рассчитать коэффициент вариации доходности по данным, приведенным в таблице 3.7

Таблица 3.7 – Исходные данные

Вероятность наступления события	Доходность инвестиций, %	
	Проект 1	Проект 2
0,1	19,	18
0,35	0,2	6
0,25	5	9
0,3	5	3

5. На основании экспертных оценок распределения вероятностей доходности акций А и В, (таблица 3.8) определить коэффициент корреляции между доходностью этих акций.

Таблица 3.8 – Исходные данные

Вероятность	Доходность акций А,%	Доходность акций В,%
0,2	14	15
0,6	8	3
0,2	3	12

6. Ожидаемая доходность ценной бумаги А 15%, ценной бумаги В 10%, среднее квадратическое отклонение доходности ценной бумаги А 8%, для ценной бумаги В 10%. Коэффициент корреляции равен 0. Рассчитать доходность и среднее квадратическое отклонение портфеля. Удельный вес акций А 65%.

7. Рассчитать коэффициент вариации доходности по данным, приведенным в таблице 3.9.

Таблица 3.9 – Исходные данные

Вероятность наступления события	Доходность инвестиций, %	
	Проект 1	Проект 2
0,2	12	8
0,4	14	12
0,3	- 8	9
0,1	- 15	2

8. На основании экспертных оценок распределения вероятностей доходности акций А и В, (таблица 3.10) определить коэффициент корреляции между доходностью этих акций.

Таблица 3.10 – Исходные данные

Вероятность	Доходность акций А,%	Доходность акций В,%
0,1	16	15
0,4	10	15
0,5	17	12

9. Ожидаемая доходность ценной бумаги А 14%, ценной бумаги В 8%, среднеквадратическое отклонение доходности ценной бумаги А 5%, для ценной бумаги В 9%. Коэффициент корреляции равен 0,5. Рассчитать доходность и среднеквадратическое отклонение портфеля. Удельный вес акций А 65%.

10. Рассчитать коэффициент вариации доходности по данным, приведенным в таблице 3.11

Таблица 3.11 – Исходные данные

Вероятность наступления события	Доходность инвестиций, %	
	Проект 1	Проект 2
0,1	2	8
0,6	10	12
0,1	14	10
0,2	-5	4

11. На основании экспертных оценок распределения вероятностей доходности акций А и В, (таблица 3.12) определить коэффициент корреляции между доходностью этих акций.

Таблица 3.12 – Исходные данные

Вероятность	Доходность акций А, %	Доходность акций В, %
0,2	10	15
0,5	18	11
0,3	-1	-2

12. Ожидаемая доходность ценной бумаги А 10%, ценной бумаги В 12%, среднеквадратическое отклонение доходности ценной бумаги А 7%, для ценной бумаги В 8%. Коэффициент корреляции равен 0,5. Рассчитать доходность и среднеквадратическое отклонение портфеля. Удельный вес акций В 25%.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Инвестиционная деятельность организации во всех ее формах не может сводиться к удовлетворению текущих *инвестиционных потребностей*, определяемых необходимостью замены выбывающих активов или их прироста в связи с происходящими изменениями объема и структуры *хозяйственной деятельности*. На современном этапе все большее число *организаций* осознает необходимость сознательного перспективного управления *инвестиционной деятельностью* на основе научной методологии предвидения ее направлений и форм, адаптации к общим целям развития предприятия и изменяющимся условиям внешней *инвестиционной среды*. Эффективным инструментом перспективного управления *инвестиционной деятельностью организации*, подчиненного реализации целей ее общего развития в условиях происходящих существенных изменений макроэкономических показателей, системы государственного регулирования рыночных процессов, конъюнктуры *инвестиционного рынка* и связанной с этим неопределенностью, выступает *инвестиционная стратегия*.

Инвестиционная стратегия представляет собой систему долгосрочных целей *инвестиционной деятельности организации*, определяемых общими задачами ее развития и *инвестиционной* идеологией, а также выбор наиболее эффективных путей их достижения.

Инвестиционную стратегию можно представить как генеральное направление (программу, план) *инвестиционной деятельности организации*, следование которому в долгосрочной перспективе должно привести к достижению *инвестиционных* целей и получению ожидаемого *инвестиционного* эффекта. *Инвестиционная стратегия* определяет приоритеты направлений и форм *инвестиционной деятельности организации*, характер формирования *инвестиционных* ресурсов и последовательность этапов реализаций долгосрочных *инвестиционных* целей, обеспечивающих предусмотренное общее развитие организации.

Процесс разработки инвестиционной стратегии является важнейшей составной частью общей системы стратегического выбора предприятия, основными элементами которого являются миссия, общие стратегические цели развития, система функциональных стратегий в разрезе отдельных видов деятельности, способы формирования и распределения ресурсов.

Актуальность разработки инвестиционной стратегии организации определяется рядом условий.

Важнейшим из таких условий является интенсивность изменений факторов внешней инвестиционной среды. Высокая динамика основных макроэкономических показателей, связанных с инвестиционной активностью организаций, темпы научно-технологического прогресса, частые колебания конъюнктуры инвестиционного рынка, непостоянство государственной инвестиционной политики и форм регулирования инвестиционной деятельности не позволяют эффективно управлять инвестициями предприятия на основе лишь ранее накопленного опыта и традиционных методов финансового менеджмента. В этих условиях отсутствие разработанной инвестиционной стратегии, адаптированной к возможным изменениям факторов внешней инвестиционной среды, может привести к тому, что инвестиционные решения отдельных структурных подразделений организации будут носить разнонаправленный характер, приводить к возникновению противоречий и снижению эффективности инвестиционной деятельности в целом.

Одним из условий, определяющих актуальность разработки инвестиционной стратегии организации, является ее предстоящий этап жизненного цикла. Каждой из стадий жизненного цикла организации присущи характерные ей уровень инвестиционной активности, направления и формы инвестиционной деятельности, особенности формирования инвестиционных ресурсов. Разрабатываемая инвестиционная стратегия позволяет заблаговременно адаптировать инвестиционную деятельность организации к предстоящим кардинальным изменениям возможностей ее экономического развития.

Еще одним существенным условием, определяющим актуальность разработки инвестиционной стратегии, является кардинальное изменение целей операционной деятельности организации, связанное с открывающимися новыми коммерческими возможностями. Реализация таких целей требует изменения производственного ассортимента, внедрения новых производственных технологий, освоения новых рынков сбыта продукции и т. п. В этих условиях существенное возрастание инвестиционной активности организации и диверсификация форм его инвестиционной деятельности должны носить прогнозируемый характер, обеспечиваемый разработкой четко сформулированной инвестиционной стратегии.

ПЕРЕЧЕНЬ РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

Основная литература:

1. Гражданский кодекс Российской Федерации // Российская газета. – 2006. – 22 дек. – С. 17 // Собрание законодательства РФ. 2006. – N 52, ч. 1. – Ст. 5496.
2. Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений : Федеральный закон // Российская газета. – 2001. – 12 янв. – С. 9-13 // Собрание законодательства РФ. – 2001.
3. Инвестиционная стратегия : учебное пособие для студ., обучающихся по спец. «Финансы и кредит» и «Мировая экономика» / Э. С. Хазанович, А. М. Ажлуни, А. В. Моисеев. – М. : Кнорус, 2010. – 304 с.
4. Лахметкина, Н. И. Инвестиционная стратегия предприятия: учебное пособие / Н. И. Лахметкина. – 3-е изд., испр. и доп. – М. : Кнорус, 2007. – 192 с.
5. Нешиной, А. С. Инвестиции: учебник для вузов / А. С. Нешиной. – 7-е изд., перераб. и испр. – М.: Дашков и К°, 2008. – 371 с.

Дополнительная литература:

6. Горемыкин, В.А. Экономическая стратегия предприятия: учебное пособие / В. А. Горемыкин. – М. : Альфа-Пресс, 2007. – 540 с.
7. Инвестиции: учебник / А. Ю. Андрианов, С. В. Валдайцев, П. В. Воробьев, Н. С. Воронова, С. Г. Горбушина, В. В. Ковалев; отв. ред. В. В. Ковалев [и др.]. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Проспект, 2011. – 584 с.
8. Сухарев, О.С. Стратегия эффективного развития фирмы: учебник / О.С. Сухарев. – М. : Экзамен, 2008. – 287 с.

Интернет-ресурсы

9. Поисковая система Яндекс:URL : <http://www.yandex.ru/> (дата обращения 20.12.2012)
10. Форум инвесторов URL : <http://www.Investtalk.ru> (дата обращения 20.12.2012)
11. Все об инвестициях URL : <http://investorov.net/> (дата обращения 20.12.2012)

ПЕРЕЧЕНЬ КОНТРОЛЬНЫХ ВОПРОСОВ

1. Сущность инвестиционной стратегии, процесс ее разработки
2. Значение инвестиционной стратегии в развитии предприятия
3. Взаимосвязь инвестиционной стратегии с другими элементами стратегического выбора предприятия
4. Структура инвестиций на макроуровне
5. Структура инвестиций на микроуровне
6. Инвестиции и накопления
7. Оценка источников инвестиций на макроуровне
8. Роль инвестиций при решении стратегических задач
9. Характер использования инвестиций на наиболее важных направлениях российской экономики
10. Основы инвестиционной стратегии Российского государства в осуществлении национального проекта «Здоровье»
11. Основы инвестиционной стратегии Российского государства в осуществлении национального проекта «Образование»
12. Основы инвестиционной стратегии Российского государства в осуществлении национального проекта «Развитие АПК»
13. Основы инвестиционной стратегии Российского государства в осуществлении национального проекта «Доступное и комфортное жилье гражданам России»
14. Стратегия Российского государства в сфере иностранных инвестиций
15. Инвестиционная стратегия Российского государства в период экономического кризиса
16. Необходимость классификации инвестиционной стратегии
17. Классификация инвестиционной стратегии
18. Инвестиционные ресурсы предприятия, их виды
19. Разработка стратегии формирования инвестиционных ресурсов
20. Определение общего объема необходимых инвестиционных ресурсов
21. Выбор эффективных методов финансирования отдельных реальных инвестиционных проектов
22. Обеспечение необходимого объема привлечения собственных и заемных инвестиционных ресурсов
23. Оптимизация структуры источников формирования инвестиционных ресурсов

24. Соотношение различных форм инвестирования на этапах формирования инвестиционной стратегии
25. Функциональная направленность деятельности предприятия и ее влияние на формирование инвестиционной стратегии
26. Влияние стадии жизненного цикла предприятия и его размеров на формирование инвестиционной стратегии
27. Характер стратегических изменений операционной деятельности и его учет при формировании инвестиционной стратегии
28. Влияние прогнозируемой ставки процента на финансовом рынке и темпов инфляции на формирование инвестиционной стратегии
29. Работа на первом этапе формирования инвестиционной стратегии при учете отраслевой направленности
30. Работа на втором этапе формирования инвестиционной стратегии при учете отраслевой направленности
31. Работа на третьем этапе формирования инвестиционной стратегии при учете отраслевой направленности
32. Оценочные показатели, рассматриваемые в качестве результатов проведения оценки формирования инвестиционной стратегии при учете отраслевой направленности
33. Региональная направленность инвестиционной деятельности при формировании инвестиционной стратегии
34. Стратегические цели инвестиционной деятельности и требования, предъявляемые к ним
35. Классификация стратегических целей инвестиционной деятельности по признакам: ожидаемому эффекту, функциональным направлениям
36. Классификация стратегических целей инвестиционной деятельности по признакам: объектам стратегического управления, направленности результатов
37. Классификация стратегических целей инвестиционной деятельности по признакам: приоритетному значению, ожидаемому конечному результату и направленности воспроизводственного процесса
38. Этапы процесса формирования стратегических целей инвестиционной деятельности (первые пять этапов)
39. Этапы процесса формирования стратегических целей инвестиционной деятельности (с 6-го по 9-й этапы)
40. Инвестиционная политика и принципы ее формирования

41. Факторы, определяющие содержание инвестиционной политики
42. Инвестиционный бюджет предприятия
43. Бюджет инвестиционного проекта
44. Инвестиционный план и его этапы
45. Прогнозирование инвестиционной деятельности
46. Текущее и оперативное планирование инвестиционной деятельности
47. Бизнес-план инвестиционного проекта
48. Оценка эффективности инвестиционной стратегии на макроуровне
49. Оценка эффективности инвестиционной стратегии на микроуровне
50. Критерии и показатели оценки эффективности использования ресурсного потенциала предприятия

Учебное электронное издание

ШИРЯЕВА Наталья Викторовна

ПОСТРЕЛОВА Алёна Владимировна

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ

Учебное пособие

Редактор Н.А. Евдокимова

Объем данных 1,37 Мб. ЭИ № 73.

Печатное издание

ЛР №020640 от 22.10.97

Подписано в печать 27.12.2012. Формат 60×84/16.

Усл. печ. л. 8,14. Тираж 50 экз. Заказ 392.

Типография УлГТУ, 432027, г. Ульяновск, ул. Северный Венец, 32.

Ульяновский государственный технический университет

432027, г. Ульяновск, ул. Сев. Венец, 32.

Тел.: (8422) 778-113.

E-mail: venec@ulstu.ru

<http://www.venec.ulstu.ru>